

Beihefte zu / Supplements to

KREDIT und KAPITAL

Heft 14

Europäische Währungsunion

Herausgegeben und eingeleitet von
Hans-Hermann Francke, Eberhart Ketzler
und Hans-Helmut Kotz



Duncker & Humblot · Berlin

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-49395-1>

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 14:12:18

FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

KREDIT und KAPITAL

Herausgegeben von

**Werner Ehrlicher, Hans-Hermann Francke, Hans-Jacob Krümmel
und Bernd Rudolph**

Die von der Wissenschaftsförderung der Sparkassenorganisation e.V. geförderte Zeitschrift erscheint viermal jährlich im Gesamtumfang von 608 Seiten. Der Bezugspreis beträgt jährlich DM 112,- / öS 818,- / sFr 99,50; für Studenten jährlich DM 72,- / öS 526,- / sFr 65,50; Einzelheft DM 32,- / öS 234,- / sFr 29,50. Jedes Heft enthält Abhandlungen namhafter Autoren sowie Berichte und Rezensionen wichtiger Bücher aus dem Gebiet des Geld- und Kreditwesens. Am Schluß jeder Abhandlung werden Zusammenfassungen in deutscher, englischer und französischer Sprache veröffentlicht.

Der Jahrgang 1997 enthält folgende Abhandlungen:

Ivo J. M. Arnold, Monetary Targeting in the EMU: Lessons from the United States – *Peter Bernholz*, Paper Money Inflation, Prices, Gresham's Law and Exchange Rates in Ming China – *Wolfgang Breuer*, Kreditgenossenschaften, Managementsteuerung und der Markt für Unternehmenskontrolle – *Manfred Bruhn*, Messung und Sicherstellung der Dienstleistungsqualität im Kreditgewerbe – Ansatzpunkte eines umfassenden Qualitätsmanagements im Finanzdienstleistungssektor (Teil I und Teil II) – *Jörg Clostermann*, *Michael Scharnagl* und *Franz Seitz*, Monetäres Reinvermögen versus Geldmenge M3 – eine Entgegnung – *Stephen F. Frowen* und *Elias Karakitsos*, An Evaluation of Inflation Targeting in Germany and the UK – *Alfred Guender* und *Mathias Moersch*, On the Existence of a Credit Channel of Monetary Policy in Germany – *Philipp Hartmann*, Capital Adequacy and Foreign Exchange Risk Regulation – Theoretical Considerations and Recent Developments in Industrial Countries – *Hans Hirth*, Handelsfrequenz und Nichtmengenanpassung – *Franz Xaver Hof*, Glaubwürdigkeit, Zeitinkonsistenz und Zinsdifferenzen in einem System fester Wechselkurse – Ein Kommentar – *Wolfgang Patzig*, Begründung der monetaristischen Geldmengenregel mit Hilfe einer Formalisierung des Konjunkturmodells von Milton Friedman – *Hartmut Schmidt*, *Olaf Oesterhelweg* und *Kai Treske*, Der Strukturwandel im Börsenwesen: Wettbewerbstheoretische Überlegungen und Trends im Ausland als Leitbilder für den Finanzplatz Deutschland – *Andreas Schmidt-von Rhein* und *Hanno Roth*, Der Einfluß von Anlegerpräferenzen auf die Performancemessung – *Eberhard Scholing* und *Vincenz Timmermann*, Gesamtwirtschaftliche Liquidität als Orientierungsgröße der Geldpolitik – *Mark Schwiete* und *Jürgen Weigand*, Bankbeteiligungen und das Verschuldungsverhalten deutscher Unternehmen – *Friedrich L. Sell*, Zu den langfristigen Bestimmungsründen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes: Ein sektoraler Ansatz – *David J. C. Smant* und *Jeroen Melger*, Monetary and Non-Monetary Analyses of Inflation in a Small Open Country – *Heinz-Peter Spahn*, Glaubwürdigkeit, Zeitinkonsistenz und Zinsdifferenzen in einem System fester Wechselkurse – Eine Replik – *Marliese Uhrig* und *Ulrich Walter*, Ein neuer Ansatz zur Bestimmung der Zinsstruktur – Theorie und empirische Ergebnisse für den deutschen Rentenmarkt

Duncker & Humblot · Berlin

Europäische Währungsunion

Beihefte zu Kredit und Kapital

Heft 14

Europäische Währungsunion

Von der Konzeption zur Gestaltung

Herausgegeben und eingeleitet von

Hans-Hermann Francke, Eberhart Ketzler
und Hans-Helmut Kotz



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

[Kredit und Kapital / Beihefte]

Beihefte zu Kredit und Kapital = Supplements to Kredit und Kapital. – Berlin : Duncker und Humblot

Früher Schriftenreihe

Fortlaufende Beil. zu: Kredit und Kapital

H. 14. Europäische Währungsunion. – 1998

Europäische Währungsunion : von der Konzeption zur Gestaltung / hrsg. und eingel. von Hans-Hermann Francke ... – Berlin : Duncker und Humblot, 1998

(Beihefte zu Kredit und Kapital ; H. 14)

ISBN 3-428-09395-X

Alle Rechte vorbehalten

© 1998 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme: Fotosatz Voigt, Berlin

Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0720-6801

ISBN 3-428-09395-X

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☹

Inhalt

Holger Berndt, Bonn:	
Vorwort	9
Preface	12
Hans-Hermann Francke, Freiburg, Eberhart Ketzler, Bonn, und Hans-Helmut Kotz, Frankfurt a.M.:	
Einführung	15
Introduction	27

I. Der wirtschaftliche und gesellschaftliche Rahmen der Europäischen Währungsunion

Manfred Willms, Kiel:	
Die Europäische Währungsunion im Lichte der Theorie optimaler Währungsräume	41
Jacques Mélitz, Paris:	
Assessing the Costs of European Monetary Union	59
Patrick Artus, Paris:	
What Kind of Exchange Rate System between the Countries Participating in EMU and the other European Countries?	75
Gerald Holtham, London:	
Large or Small: Defining EMU's Regional Dimension	109
Klaus Gretschmann, Aachen, und Hans-Helmut Kotz, Frankfurt a.M.:	
The Politics of EMU: Problems in Creating Wahlverwandschaften	123
Peter Bofinger, Kai Pflieger, Würzburg, und Carsten Hefeker, Basel:	
Stabilitätskultur in Europa	137
Martin Seidel, Bonn:	
Rechtliche und politische Probleme beim Übergang in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion	163

Hans-Hermann Francke, Freiburg:

Europäische Währungsunion mit europäischem Finanzausgleichssystem und europäischer Sozialpolitik?	181
---	-----

II. Technisch-organisatorische Aufgaben vor dem Start der Europäischen Währungsunion

Hanspeter K. Scheller, Frankfurt a. M.:

Von der Wechselkursfixierung zum Euro als gesetzlichem Zahlungsmittel ..	201
--	-----

Axel Bertuch-Samuels und Michael Wolgast, Bonn:

Die Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft auf die Europäische Währungsunion	217
--	-----

Henner Walkhoff, Bonn:

Perspektiven des Zahlungsverkehrs in der Währungsunion	251
--	-----

Irmtraud Lux und Heinz Breier, Bonn:

Die Bedeutung der EWWU und der Währungsumstellung für die deutschen Unternehmen	267
---	-----

Ingo Ellgering, Köln, Rainer Jürgenliemk und Rainer Book, Düsseldorf:

Praktische Aspekte der Währungsumstellung für die öffentliche Verwaltung – aus Sicht der Kommunen	279
---	-----

III. Entscheidungsstruktur, Strategie und Instrumente der Europäischen Zentralbank

Paul de Grauwe, Leuven:

The Design of the European Central Bank	295
---	-----

Hans-E. Loef, Siegen:

Stabilitätskultur und Zentralbankunabhängigkeit. Notwendigkeiten für die neue Währung	317
---	-----

Daniel Gros, Brussels:

Delivering Price Stability in EMU: the European System of Central Banks	341
---	-----

Jürgen von Hagen und Manfred J. M. Neumann, Bonn:

Entwurf für eine europäische Geld- und Währungspolitik	365
--	-----

Jürgen Jerger, Freiburg, und Lukas Menkhoff, Aachen:

Refinancing Policy Options of the European Central Bank	387
---	-----

Inhalt	7
--------	---

Anhang

Michael Graff, Dresden:

Meinungen von Studenten der Wirtschaftswissenschaften zur Europäischen Währungsunion – Ergebnisse einer Dresdner Befragung	411
---	-----

Verzeichnis der Autoren	427
--------------------------------	-----

Vorwort

Von Holger Berndt

Im Zuge der konkreten Vorbereitungen auf die Europäische Währungsunion wird allen beteiligten Akteuren mehr und mehr die enorme Tragweite dieses Projektes für Gesellschaft und Wirtschaft bewußt. Das Modell „Europäische Währungsunion“ steht auf dem Prüfstand praktischer Umsetzbarkeit mittels konkreter Lösungsbeiträge unter den unterschiedlichsten Zielsetzungen. Dabei werden den Betroffenen in der Vorbereitungsphase erhebliche Belastungen abverlangt, die nur im Hinblick auf die Erwartung angemessener Vorteile aus einer gemeinsamen Währung gerechtfertigt werden können.

- Da ist zunächst als übergreifendes politisches und wirtschaftspolitisches Hauptziel einer europäischen Währungsintegration die gebündelte Stärke der europäischen Währungen an den internationalen Finanzmärkten als wichtige strategische Antwort auf die Globalisierung. Zweifellos trägt ein stabiler Euro zur besseren Balance im Weltwährungsgefüge bei.
- Darüber hinaus hat eine gemeinsame europäische Währung auch eine starke Bindungskraft für den großen europäischen Binnenmarkt. Sie stabilisiert die Integrationserfolge und macht sie weitgehend irreversibel.
- In Verbindung mit der europäischen Wirtschaftsunion bewirkt die Währungsunion zusätzlich einen „Schub an Effizienzorientierung“, den Europa dringend braucht.
- Mit der Einigung auf eine unabhängige Geldpolitik der Europäischen Zentralbank nach dem Muster der Deutschen Bundesbank ist ein wichtiges Erfolgsrezept auf alle Mitglieder der Europäischen Währungsunion ausgeweitet worden und damit eine bewährte Voraussetzung für Geldwertstabilität in dem neuen Währungsraum.

Für Wirtschaftsunternehmen, Kreditinstitute, aber auch private Haushalte, sind Kriterien wie verringerte Transaktions- und Informationskosten, verbesserte Chancen im Wettbewerb des europäischen Binnenmarktes, Sicherung der realen Geldvermögensposition im Zusammenhang mit dem Umtausch und Aufrechterhaltung der mittelfristigen Geldwertstabilität von unmittelbar größerem Interesse. Hierzu gilt es, überzeugende positive Antworten zu geben und durch eine vertrauensbildende Informationspolitik die Furcht vor Risiken zu begrenzen.

Was die Sorge vieler Menschen vor Geldvermögensverlusten anbelangt, so ist man mit den Verhandlungen zu einem Stabilitätspakt grundsätzlich auf dem richtigen Wege. Zudem zeigen Untersuchungen zu dem Stichwort „Stabilitätskultur in Europa“, daß es über die Beitrittskriterien hinaus wichtige, mittelfristig bewährte Stabilitätskriterien gibt, die für die meisten europäischen Länder erwarten lassen, daß eine Europäische Währungsunion unter den in der Maastricht-Vereinbarung festgelegten Rahmenbedingungen durchaus gute Chancen für eine europäische Stabilitätsgemeinschaft hat. Für Mitgliedsstaaten und Regionen muß – ähnlich wie heute in Deutschland –, neben der unbedingt erforderlichen geldpolitischen Disziplinierung durch die zentrale Notenbank, ein ausreichender wirtschafts- und gesellschaftspolitischer Handlungsspielraum im Sinne des Subsidiaritätsprinzips gewährleistet sein. Nur dann kann dauerhaft Vertrauen und Mitwirkungsbereitschaft aller Beteiligten erreicht werden, ohne die ein europäisches Währungssystem nicht erfolgreich sein kann.

Die Chancen und Risiken, die sich für die Teilnehmer an der geplanten Europäischen Währungsunion, aber auch für Drittländer aufgrund der anfänglichen Rahmenbedingungen ergeben, bestimmen die Erwartungen für Unternehmen, Verwaltung und Gesellschaft und damit die Motivation, sich rechtzeitig planerisch und organisatorisch auf die neue Währung vorzubereiten.

Wirtschaft, Gesellschaft und Verwaltung müssen heute gleichermaßen mit dem Startschuß zum Projekt „EURO“ Anfang 1999 rechnen. Dies als realistische Möglichkeit nicht zu beachten, birgt für alle Beteiligten das Risiko, im nachhinein planerische Fehlleistungen verantworten zu müssen. Vor diesem Hintergrund ist die Zielsetzung dieses Beiheftes zu KREDIT und KAPITAL nicht, den grundsätzlichen Betrachtungen über Vor- und Nachteile einer Europäischen Währungsunion eine weitere hinzuzufügen, sondern sich unter der Annahme, daß die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion am 1. Januar 1999 Realität wird, mit den absehbaren Konsequenzen zu befassen und auch konkrete Lösungsbeiträge zu beschreiben.

Dabei sollen erkannte wirtschafts- und gesellschaftliche Probleme keineswegs ignoriert oder als unabwendbares Schicksal hingenommen werden. Der erste Teil des Beiheftes zu KREDIT und KAPITAL gibt daher einen komprimierten Überblick zu Fragen von Kosten und Nutzen des EURO und zu den Voraussetzungen, die die Chancen und Risiken der Europäischen Währungsunion bestimmen.

Das Kreditgewerbe als monetärer Spiegel aller wirtschaftlichen Werte und Transaktionen hat zweifellos einen besonders gewichtigen Anteil an der technischen Bewältigung der Währungsumstellung auf den EURO. Hiermit befassen sich die Beiträge im zweiten Teil des Heftes. In erheblichem Umfang betrifft das die rechtzeitigen Vorbereitungen, um als Dienstleister, insbeson-

dere bei massenhaften Transaktionen, z. B. im Zahlungsverkehr und in der Abwicklung des Wertpapiergeschäfts, aktuell handlungsfähig zu sein. Zum anderen orientiert sich das Kreditgewerbe an den Anforderungen, die aus der Währungsumstellung auf die verschiedenen Kundengruppen zukommen, um – neben Umstellungshilfen – auch ein bedarfsgerechtes Finanzdienstleistungsangebot mit Blick auf die Entwicklungen an den Finanzmärkten nach dem Übergang auf den EURO bereitstellen zu können.

Die Institutsgruppen der Kreditwirtschaft sind je für sich – aber auch gemeinsam im Rahmen des Zentralen Kreditausschusses – seit langem intensiv bemüht, realistische Lösungsvorschläge zur Bewältigung der absehbaren Umstellungsprobleme zu entwickeln. Dabei dürften die Umstellungslasten relativ stärker bei denjenigen Instituten und Institutsgruppen liegen, die, wie z. B. Sparkassen und Genossenschaftsbanken, einen Schwerpunkt im Mengengeschäft mit Kunden haben.

Diskussionsbeiträge zu wichtigen wirtschafts- und währungspolitischen Gestaltungsfragen der Europäischen Währungsunion finden sich im dritten Teil des Beiheftes. Die angebotenen Lösungsbeiträge zeigen, daß nach den Vorgaben der Maastricht-Vereinbarungen verschiedene Wege zur Geldwertstabilität möglich sind. Das bezieht sich sowohl auf die institutionelle als auch auf die organisatorische Ausgestaltung einer Europäischen Zentralbank. Dabei wird aber auch deutlich, daß die Startbedingungen für die EZB, insbesondere weitgehende politische Unabhängigkeit und damit Entscheidungsstärke sowie ein marktgerechtes, wettbewerbsneutrales Instrumentarium, Akzeptanz in den beteiligten Ländern und gute Perspektiven für einen stabilen EURO erwarten lassen.

Preface

By Holger Berndt

In connection to the concrete preparations for the European Monetary Union, the players involved are becoming more and more aware of the enormous consequences of this project for society and the economy. The model of the 'European Monetary Union' is under close inspection for its practical application through suggestions for concrete solutions for the most different goals. Those involved have considerable demands made of them in the preparation phase which can only be justified in view of the expectation of appropriate advantages of the common currency.

- First, a predominant political and economic policy goal of a European monetary integration is the concentrated strength of the European currencies in the international financial markets, an important strategic answer to globalisation. Without a doubt, a stable EURO will contribute to a better balance in the world currency structure.
- In addition, a common European currency has strong binding power for the large European internal market. It will stabilise the integration success and make the changes largely irrevocable.
- In connection to the European economic union, the monetary union has the additional effect of a 'push towards efficiency orientation' which is needed urgently in Europe.
- With the agreement of an independent monetary policy of the European Central Bank according to the design of the *Deutsche Bundesbank* (German Federal Bank), an important recipe for success has been extended to all members of the European Monetary Union and with that, a reliable requirement for price stability in the new currency area.

For business enterprises, credit institutes, and also private households, the criteria such as reduced transaction and information costs, improved chances in competition in the European internal markets, the safeguarding of the real money asset position in connection to the exchange, and the maintenance of the medium-term price stability is of great immediate interest. It is therefore necessary to give convincing positive answers and to limit the fear of risks through an information policy designed to build up trust.

With respect to the fears many people have of asset value losses, the negotiations towards a stability pact are fundamentally on the right path. In addition, studies under the heading ‘stability culture in Europe’ show that there are important medium-term reliable criteria for stability beyond the criteria for admission, which create the expectation for most European countries that a European Monetary Union with the framework conditions set in the Maastricht Treaty certainly has a good chance for a ‘European Stability Community.’ Apart from the absolutely necessary monetary policy discipline by the central bank, adequate economic and social policy leeway in the sense of the subsidiarity principle – similar to the scope of action in Germany today – must be ensured for the member states and regions. Only then can a lasting trust and willingness for co-operation of all participants be achieved, without which the European monetary system can not succeed.

The opportunities and risks for the participants of the planned European Monetary Union and also for third countries which result from the preliminary framework conditions, determine the expectations for companies, administration, and society, and thereby the motivation to prepare in time for the new currency in terms of planning and organisation.

Economy, society, and administration must equally reckon with the start of the project ‘EURO’ at the beginning of 1999 on time. To not view this as a realistic possibility holds for all participants the risk of responsibility for planning failures afterwards. Against this background, the goal of this supplement to *KREDIT und KAPITAL* is not to add to the fundamental views on the advantages and disadvantages of a European Monetary Union, but rather, under the assumption that the European Economic and Monetary Union will become reality on January 1st, 1999, to deal with the foreseeable consequences and to describe concrete contributions for solutions.

At the same time, recognised economic and social problems should not at all be ignored or viewed as an inevitable fate. The first part of the supplement to *KREDIT und KAPITAL* provides a compact overview of questions about the costs and uses of the EURO and the conditions which determine the opportunities and risks of the European Monetary Union.

The credit business as a monetary mirror of all economic values and transactions has, without a doubt, an especially important share of the technical aspects of the currency changeover to the EURO. The second part of the supplement is concerned with this topic. To a considerable extent this applies to the timely preparations in order to act as service providers, especially with respect to massive transactions, for example, the ability to deal with financial transactions and in the securities business in a current manner. In addition, the credit business is oriented towards the demands of the currency changeover which concern the various client groups, in order to – aside from con-

version help – provide financial services in line with demand and with a view to the developments in the financial markets after the transition to the EURO.

The institutional groups of the credit economy for themselves, but also together in the framework of the Zentraler Kreditausschuß (central credit committee) have long since been intensively concerned with developing realistic suggestions for solutions for overcoming the foreseeable conversion problems. The problems of conversion, however, are relatively greater in those institutes and institute groups which place significant emphasis on retail banking clients such as the savings banks and credit unions.

Contributions to discussions to important economic and monetary policy formation questions of the European Monetary Union are found in the third part of this supplement. The contributions for solutions offered show that, according to the guidelines of the Maastricht Treaty, different routes towards price stability are possible. This refers to the institutional as well as the organisational arrangement of a European Central Bank. At the same time, it is made clear that the starting conditions for the ECB, especially extensive political independence and with that decision-making strength, as well as an instrument which is neutral in terms of competition and in line with market conditions will lead to acceptance in the participating countries and to a stable EURO.

Einführung

Von Hans-Hermann Francke, Eberhart Ketzler und Hans-Helmut Kotz

I.

Seit der Paraphierung der Maastrichter Verträge, also vor nunmehr einem halben Jahrzehnt, sind die europäischen Nationen in einem beispiellosen Projekt engagiert. Dabei geht es darum, die Voraussetzungen für die Schaffung einer einheitlichen Währung sicherzustellen. Dieses Vorhaben einer Supra-Nationalisierung der Geldpolitik, das keine Ausstiegsoption kennt, hat zwar keine Präzedenz. Andererseits vermag es aber sowohl auf eine ökonomische als auch eine politische Logik zu verweisen.

So ist zunächst unbestritten, daß ein gemeinsamer Markt vor dem Hintergrund einer transparenten Preisbildung effizienter funktionieren dürfte. Die daraus erwachsenden Allokationsvorteile könnten sogar, darf man neueren Überlegungen zu den Bestimmungsgründen des Wachstums Glauben schenken, zu einer dauerhaften Anhebung des Wachstumspfades führen. Andererseits steht die Währungsunion offensichtlich in einer historischen Linie mit den generellen, vor allem politisch geprägten europäischen Integrationsbemühungen. In den 50er Jahren war die westeuropäische Integration ja *keine* Antwort auf Fragen, die aus der intensiven wirtschaftlichen Verflechtung erwachsen; vielmehr war die „Motivation der Gründer im wesentlichen eine politische – die Einbindung des geteilten Deutschlands – und die Triebkraft lieferte die deutsch-französische Versöhnung.“¹

Tatsächlich erörtern wir, wenn wir den eher schüchternen Ansatz Anfang der 60er Jahre nicht einrechnen, nach dem Werner-Plan und der Idee einer zweiten Stufe des EWS, ja bereits den dritten Anlauf. Aus dem Blickwinkel der europäischen Föderalisten betrachtet, wird die Integration dann erst durch die politische Union komplettiert. Das war übrigens eine Position, mit der die deutsche Regierung in die Maastrichter Abschlußverhandlungen im Dezember 1991 ging. Mittlerweile ist dies jedoch eine Vision, die jedenfalls gegenwärtig nur die bei weitem kleineren Truppen hinter sich vereint. Der Maastrichter Vertrag und seine Ergänzung, der Stabilitäts- und Wachs-

¹ William Wallace (1994): Regional Integration: The West European Experience, Washington, D.C.: Brookings, S. 11.

tumspakt, spiegeln das, was die europäischen Nationen an Souveränitätsverzicht bestenfalls zu leisten bereit sind. Genau genommen werden damit auch die unterschiedlichen Zielvorstellungen, die man mit Blick auf die Währungsunion hegt, offenbar. Das ist gewiß kein Merkmal, welches EWU-spezifisch wäre. Denn auch in der nationalen Politik gibt es natürlich anhaltende Erörterungen über die zu verfolgenden Ziele sowie die dabei zweckmäßigerweise einzusetzenden Instrumente. Die Wirtschaftspolitik, die dann realiter in der Währungsunion implementiert wird, wurde jedenfalls nicht vor einem halben Jahrzehnt ein für alle Mal festgelegt. Sie wird eine prinzipiell offene bleiben.

Um das Szenario der EWU zu umreißen, setzt sich dieses *Beiheft zu KREDIT und KAPITAL* aus drei Teilen zusammen. Zunächst wird deren wirtschaftlicher und gesellschaftlich-politischer Rahmen skizziert. Dabei steht einmal die Leistungsfähigkeit rein wirtschaftlicher Kriterien bei der Vermessung der monetären Geographie Europas im Mittelpunkt. Zum anderen wird nach dem Ausmaß einer gemeinsamen wirtschaftspolitischen Grundausrichtung gefragt, was ebenfalls Antworten über die optimale räumliche Dimension impliziert. Damit sind Fragen der Gestaltung des Verhältnisses zu den nichtbeteiligten EU-Mitgliedern angesprochen. Schließlich sieht man, daß wir uns auch im juristischen Bereich durchaus noch auf einer Baustelle befinden. Im zweiten Teil werden die eher praktischen Fragen verhandelt, mithin jene, die den Bürger unmittelbar betreffen. Die Währungsumstellung löst Anpassungsbedarf in den Unternehmen, beim Management der öffentlichen Haushalte und naturgemäß auch in der Kreditwirtschaft aus. Was diese gelegentlich eher etwas abschätzig als *technicalities* bezeichneten Vorhaben betrifft, so ist man hier wohl am ehesten EWU-fit. Schließlich befaßt sich der dritte Teil mit den Auswirkungen der europäisierten Geldpolitik auf das Design der Europäischen Zentralbank, deren Konzept und deren Instrumente. Darin spiegelt sich die Debatte über die für Europa angemessene Geldpolitik. Zudem geht es – und hier schließt sich der Kreis – um den möglichen Abstimmungsbedarf mit anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik.

Die Diskussion um die EWU führte zur Wiederaufführung einer Debatte, die zuvor in den 60er und 70er Jahren en vogue war: *Manfred Willms (Die Europäische Währungsunion im Lichte der Theorie optimaler Währungsräume)* stellt zunächst die klassischen Ansätze dar, die die Faktormobilität, den Offenheitsgrad, die sektorale Differenzierung und die Streuung des inflationsbereinigten Wechselkurses in den Mittelpunkt rückten. Im Anschluß würdigt er neuere Überlegungen, die sich um eine Kosten-Nutzen-Analyse bemühen. Er weist darauf hin, daß man bei derartigen Abwägungen mindestens die Perspektiven eines Hartwährungs-, eines Weichwährungslandes sowie der EWU insgesamt unterscheiden sollte.

Schließlich zeigt er, daß die Theorie offenbar in keinem Zusammenhang mit den tatsächlich zur Anwendung kommenden, den *wirklichen* Maastrichter Kriterien steht.

Gegen die Währungsunion wurde immer wieder – auf die Argumente von Mundell, McKinnon und Kenen rekurrierend – angeführt, daß sie gesamtwirtschaftliche Kosten verursache. *Jaques Méritz (Assessing the Costs of European Monetary Union)* begründet seine diesbezüglich skeptische Position, indem er auflistet, daß es bei einer Reihe der vielbemühten asymmetrischen Störungen keine nützliche Rolle für die Geldpolitik gibt. Ihm scheint darüber hinaus die in der Regel unausgesprochene Ausgangsprämisse wohlwollender und alleswissender Zentralbanker überzogen. Dabei argumentiert er nicht, daß die EWU eine optimale Währungsunion sei. Vielmehr bezweifelt er – neben der oftmals unterstellten hohen Inzidenz regional-spezifischer Schocks –, daß der nominale Wechselkurs als Anpassungsinstrument *on a regular basis* einsetzbar sei.

Mit dem Beginn der EWU wird es innerhalb der EU an der Währungsunion beteiligte und nichtbeteiligte Mitglieder geben. *Patrick Artus (What Kind of Exchange Rate System Between the Countries Participating in EMU and the other European Countries?)* diskutiert in einem Zwei-Länder-Modell, das einen mittelfristigen Horizont aufweist (die Geldpolitik kontrolliert das Geldangebot oder den Zins; der Output ist nachfragedeterminiert), die Wirkungen einer strukturellen Asymmetrie (unterschiedliche Inflationspräferenzen) bzw. diverser vorübergehender Schocks (Portfolio-Reallokationen gegen ein Nichtteilnehmer-Land; Reaktion auf Zinspolitik im EWU-Kern). Er erörtert die damit verbundenen Folgen für die Ausbringung, die Inflation und die Handelsbilanz in Abhängigkeit von den unterschiedlichen Wechselkursarrangements zwischen *ins* und *pre-ins*. Bei einer strukturellen Inflationslücke erscheint ihm ebenso wie bei der Absicherung gegen geldpolitische Innovationen der Europäischen Zentralbank (EZB) Floating als plausibelste Option; Schocks beim Portfolio-Aufbau kann dem Grunde nach nur die EZB glaubwürdig konterkarieren. Schließlich ist in dem betrachteten Modell auch wettbewerbsverzerrenden Abwertungen am ehesten mit floatenden Wechselkursen zu begreifen.

Der kriteriengesteuerte Weg zur EWU läuft also darauf hinaus, daß einige Länder ausgeschlossen werden. *Gerald Holtham (Large or Small: Defining EMU's Regional Dimension)* argumentiert, daß dies nun just jene seien, die unter dem Gesichtspunkt der disziplinierenden Rolle der EWU am meisten von dieser profitierten. Da es aber wahrscheinlich sei, daß es Ausgeschlossene gebe, müsse deren Verhältnis zu den Teilnehmerländern erörtert werden. Hier schlägt er ein neues, reformiertes EWS vor. Die Voraussetzung dafür, daß ein derartiges Zielsystem mit anpassungsfähigen

Kursen funktioniere, sei aber eine zwischen dem Kern und den Satelliten ausgeprägte Übereinstimmung über die angestrebte Wirtschaftspolitik. Zudem müsse es ein klares, auf einem Indikatorenbündel aufbauendes Verfahren geben, das eventuell erforderliche Leitkursänderungen regle. Dieses Indikatorengerüst würde schließlich auch die bedingte Interventionspflicht der EZB zugunsten der *pre-ins* definieren.

Die EWU läßt sich aus einer ökonomischen Logik heraus nur bedingt rechtfertigen; genau genommen wird ihr diese bisweilen ja auch abgesprochen. In ihrem Beitrag (*The Politics of EMU: Problems in Creating Wahlverwandtschaften*) verweisen Klaus Gretschmann und Hans-Helmut Kotz deshalb vor allem auf polit-ökonomische Begründungen der EWU – etwa als Mittel zur Durchsetzung struktureller Reformen, zur Einbindung des vereinigten Deutschlands bzw. zur Stärkung des europäischen Gewichts in der Welt. Dabei liegen gerade auch im eigentlichen Kernbereich, der Wirtschaftspolitik, weiterhin durchaus unterschiedliche Erwartungen darüber vor, was diese zu leisten vermag. Derartige *belief differences* liefern z.B. den Stoff für anhaltende Debatten über das Set-up des makroökonomischen Spiels. Während in der einen Deutung die Stabilitätspolitik weitgehend in der Kulisse verschwindet, sehen andere diese in einer weit prominenteren Rolle. Die Wahlverwandtschaft scheint jedenfalls noch durch merklich unterschiedliche wirtschaftspolitische Philosophien geprägt zu sein.

Zu den *weasel words* der Erörterungen um die EWU zählt gewiß auch der Begriff der Stabilitätspolitik. Diesen definieren Peter Bofinger, Carsten Hefeker und Kai Pflieger (*Stabilitätspolitik in Europa*) deshalb zunächst mit Rückgriff auf die Arbeiten der Neuen Institutionenökonomie. Darüber hinaus lesen sie Erklärungsvariablen, die für Max Weber und Francis Fukuyama eine Rolle spielen, im Lichte ihrer Folgen für die Inflationsperformance. Denn divergierende Kulturen – landesspezifische Normensets – könnten insbesondere in der Wahrnehmung von *trade-offs* (Philipps-Kurve; Zeitpräferenz) sowie im Verhältnis der wirtschaftspolitisch relevanten Gruppen zum Ausdruck kommen. Die Autoren kommen zu dem Urteil, daß die Stabilitätspräferenzen innerhalb Europas sehr ähnlich sind und überdies die Zeithorizonte, die den Entscheidungen zugrundeliegen, die längeren Fristen betonen. Sie diagnostizieren schließlich einen Bedeutungsverlust keynesianischer Erklärungen und stellen sodann eine Annäherung der wirtschaftspolitischen Grundausrichtungen in Europa fest.

Die Übertragung der Währungshoheit von den Mitgliedsstaaten auf die Europäische Gemeinschaft verweist, so Martin Seidel (*Rechtliche und politische Probleme beim Übergang in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion*), auf weiterhin bestehende Regelungslücken des Gemeinsamen Marktes. Dessen Verwirklichung war andererseits einer vorherrschenden

Vorstellung zufolge eine Voraussetzung der Währungsunion, die ihn ja komplementieren sollte. Die offenen Beurteilungsspielräume bei der Interpretation der Konvergenzkriterien ebenso wie beim Verfahren des Eintritts in die Endstufe der EWU ließen für mehr als ausschließlich stabilitätspolitische Erwägungen Raum. Letztlich werde der Europäische Rat, in seiner Zusammensetzung aus Staats- und Regierungschefs, nach „gebührender Berücksichtigung“ der Berichte der EU-Kommission und des Europäischen Währungsinstituts, vor dem Problem der Interpretationsbedürftigkeit der Konvergenzkriterien stehen. Für eine Absicherung der Währungsunion durch eine Umgestaltung des Staatenverbundes in eine bundesstaatliche Struktur fehlten aber wohl die vorrechtlichen Voraussetzungen.

Mit den Konsequenzen des in der Währungsunion wegfallenden Wechselkursanpassungsinstruments, indem er die Frage nach der Notwendigkeit und Ausgestaltung eines europäischen Finanzausgleichsystems sowie einer europäischen Sozialunion stellt, beschäftigt sich *Hans-Hermann Francke* (*Europäische Währungsunion mit europäischem Finanzausgleichsystem und europäischer Sozialunion?*). Bezüglich des Finanzausgleichs wird zwischen drei alternativen Konzepten unterschieden: einem allokativ äquivalenztheoretisch fundierten –, einem distributiv leistungsfähigkeitsorientierten – und einem stabilitätspolitisch funktional konzipierten Ansatz. Jeder weist erheblich voneinander abweichende Lasten- und Subventionstransfers auf, die bezüglich ihrer ökonomischen Entwicklungswirkungen und politischen Akzeptanz bewertet werden. Die von einigen politischen und gesellschaftlichen Interessengruppen häufiger erhobene Forderung, die Währungsunion durch eine europäische Sozialunion zu ergänzen, wird zusätzlich als eine der (Miß-) Erfolgsbedingungen für die zu erwartende stabilitätspolitische Performance der Währungsunion identifiziert. Denn nur wenn es gelingt, Faktorwanderungen und Einkommensdifferenzierungen zu verstärken, können die Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion die notwendigen Anpassungsflexibilitäten gewinnen, die angesichts noch mangelnder Konvergenzfortschritte erforderlich sein werden. Eine falsch konzipierte Sozialunion könnte dies unmöglich machen.

II.

Die gesamtwirtschaftlichen Kosten oder Erträge der Europäischen Währungsunion, ausgedrückt in Wachstums- und Stabilitätschancen ihrer Mitglieder, werden – wie in Teil I gezeigt – letztlich durch die konkrete Gestaltung der wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Rahmenbedingungen bestimmt. Ein positiver Nettonutzen bei makroökonomischer Bewertung relativiert sich für Unternehmen je nach Branche, für öffentliche aber auch private Haushalte sehr deutlich, insbesondere wenn hierbei die unterschiedlichen Umstellungs-

lasten in Betracht gezogen werden. Bei Unternehmen des Finanzdienstleistungsbereichs, die in Bezug auf Währungstransaktionen eine Schlüsselstellung einnehmen, dürften kurzfristig die Lasten der Währungsumstellung im Vergleich zu den Vorteilen in besonderem Maße zu Buche schlagen. In diesem Bereich kann unter mittelfristigen Geschäftserwartungen allerdings darauf gesetzt werden, daß der Wettbewerb die rechtzeitige Handlungsbereitschaft zum Zeitpunkt der Einführung des Euro fördert. Die rechtlichen Voraussetzungen für die Aufgaben, die im Zeitraum zwischen der Wechselkursfixierung der beteiligten Währungen und dem Inkrafttreten des Euro als gesetzlichem Zahlungsmittel zu erfüllen sind, sind mittlerweile weitgehend geschaffen bzw. in wesentlichen Inhalten absehbar.

Ausgehend von diesen Rahmenbedingungen gibt *Hans-Peter K. Scheller (Von der Wechselkursfixierung zum Euro als gesetzlichem Zahlungsmittel)* einen konkreten Überblick über rechtliche und technische Voraussetzungen, Motive, mögliche Probleme und Chancen im weiteren Procedere bis hin zum Euro als alleinigem gesetzlichen Zahlungsmittel in der EU. Die Überlegungen, die dafür maßgebend waren, den Übergang zum Euro weder durch einen *super-big-bang* noch durch einen *delayed-big-bang* zu vollziehen, sind ohne den Zwischenschritt der Parallelwährungen grundsätzlich nur über den „Kunstgriff“ realisierbar, den Euro von Anfang an als alleinige neue Währung einzuführen und die bisherigen nationalen Währungen als Untereinheiten des Euro zu definieren. Damit hat man ein paar Jahre Zeit gewonnen, um Euro-Noten und -Münzen als alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel in den Verkehr zu bringen.

Wichtige Elemente, den Umstellungsprozeß zu beschleunigen und dabei Friktionen und Ablehnungsverhalten gegenüber der neuen Währung zu vermeiden, sind die Festlegung des Prinzips „kein Zwang, keine Behinderung“ gegenüber der neuen Währung und der Beschluß, mit dem TARGET-System dem Euro als Abrechnungswährung am einheitlichen Geldmarkt Gewicht zu verleihen. Auch die Betonung des Subsidiaritätsprinzips für die Gestaltungsfreiheit des konkreten Übergangs seitens der öffentlichen Hand gehört nach Scheller zu den neuen Wegen, die zu beschreiten sind, wenn man nicht einfach auf nur bedingt vergleichbare historische Erfahrungen mit Währungsumstellungen zurückgreifen will. Dabei sind jedoch – entgegen dem Grundsatz „kein Zwang, keine Behinderung“ – zum Teil gerade wegen der scheinbar großzügigen Möglichkeiten, die die öffentliche Hand bei ihren Umstellungsmaßnahmen hat, für Bürger und Wirtschaftsunternehmen doch zum Teil erhebliche faktische Zwänge und Behinderungen programmiert.

Mit ihrem Beitrag (*Die Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft auf die Europäische Währungsunion*) zeigen *Bertuch-Samuels/Wolgast* derartige Zwänge und Behinderungen aus der Sicht einer Branche, die von Umstel-

lungsaufgaben auf spezifische Weise betroffen ist, der Kreditwirtschaft. Die Verfasser gehen davon aus, daß für die Kreditwirtschaft durch die Schaffung eines einheitlichen Währungsraumes der Wettbewerb erheblich verschärft wird, was die Marktteilnehmer sowohl innerhalb der Branche als auch in den einzelnen Teilnehmerländern unterschiedlich stark betreffen wird. Das gilt zum einen für die Umstellungslasten im technischen Bereich, die in besonderem Maße auf Institute entfallen, die einen relativ starken Anteil am flächendeckenden Mengengeschäft mit privaten Kunden haben. Das betrifft zum anderen wettbewerbliche Auswirkungen, die sich aus der Ausgestaltung des geldpolitischen Instrumentariums der Zentralbank insbesondere für kleinere Kreditinstitute ergeben, falls künftig für sie der Zugang zum Zentralbankgeld erschwert oder abgeschnitten wird. Darüber hinaus können Kreditinstitute durch den Wegfall des Währungsrisikos und die Angleichung der Zinssätze in ihrer Wettbewerbsposition von Land zu Land unterschiedlich getroffen werden.

Die mehr oder weniger große Unsicherheit über die Erreichung der Eintrittskriterien, die eine Teilnahme an der Europäischen Währungsunion überhaupt erst ermöglichen, ist für das Tempo der Vorbereitungsarbeiten in den einzelnen Ländern unterschiedlich bestimmend. Eine Ende 1996 durchgeführte Umfrage bei Kreditinstituten zeigt, daß gut die Hälfte aller befragten Institute eine Umstellungsstrategie noch nicht definiert und nur 15 Prozent bereits die erforderlichen Mittel zur Verfügung gestellt hatten. Dennoch waren in der EU insgesamt noch rund neun Zehntel der Kreditinstitute der Ansicht, die Vorbereitungsarbeiten rechtzeitig abschließen zu können. Die hier zum Ausdruck kommende Zuversicht mag sich unter anderem aus einem unterschiedlich hohen Anspruch an die Qualität des Einführungsverfahrens ableiten lassen.

Als ein Dienstleistungsbereich der Kreditwirtschaft, von dem das Funktionieren der Finanzmärkte in einer Europäischen Währungsunion im besonderem Maße abhängt, ist der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr zu sehen. Dieser Schlüsselrolle ist ein spezieller Beitrag (*Perspektiven des Zahlungsverkehrs in der Währungsunion*) von *Henner Walkhoff* gewidmet. Darin wird gezeigt, daß die Anforderungen zur Währungsumstellung auf den EURO die bereits vorhandenen Bestrebungen zur Entwicklung eines europäischen Massenzahlungsverkehrs unterstützen. Dabei schaffen die Europäischen Zentralbanken mit dem Zahlungsverkehrsangebot TARGET neue Strukturen für einen europäischen Zahlungsverkehr.

Im Zentralen Kreditausschuß, einem Koordinierungsgremium der Kreditwirtschaftlichen Verbände in Deutschland, befassen sich zwei Arbeitsgruppen mit der Umstellungsthematik. Die konkreten Vorarbeiten hierzu werden weitgehend in den Mitgliedsverbänden des Zentralen Kreditausschusses

geleistet. Walkhoff zeigt am Beispiel des detaillierten technischen Entwicklungsprozesses der Planungen in der Sparkassenorganisation, wie die Spitzenverbände des deutschen Kreditgewerbes und die Deutsche Bundesbank ein gemeinsames Konzept für die Einführung des Euro vorbereiten. Unabhängig davon vollzieht sich im Wettbewerb verschiedener Zahlungsverkehrskonzepte die Weiterentwicklung des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs hin zu einem europäischen „Inlandszahlungsverkehr“. Die Einführung des Euro wird diesen Bestrebungen wichtige Impulse geben.

Die „*Bedeutung der Europäischen Währungsunion und der Währungsumstellung für Unternehmen*“ ist strukturbedingt recht unterschiedlich, damit – wie *Breier/Lux* in ihrem gleichnamigen Beitrag zeigen – auch der inhaltliche und zeitliche Handlungsbedarf für Vorbereitungsmaßnahmen. Die Ungewißheit über den Zeitpunkt der Währungsumstellung mag zusätzlich dafür verantwortlich sein, daß Umfragen zufolge der größere Teil deutscher Unternehmen noch keine Vorbereitungsmaßnahmen ergriffen hatten. Immerhin hat rund die Hälfte der befragten größeren Unternehmen bereits eine Strategie entworfen. Dazu dürften Sparkassen und Banken wichtige Anstöße vermittelt haben, da das Kreditgewerbe bei eigenen Umstellungsmaßnahmen in der Entwicklung von Finanzdienstleistungen sowohl für den Übergang als auch die Zeit danach, darauf angewiesen ist, die strategischen Bedingungen und Finanzdienstleistungsbedarfe aus Sicht der Unternehmen rechtzeitig kennenzulernen.

Die entscheidenden Antriebskräfte für Zeitpunkt und Intensität von Vorbereitungsmaßnahmen von Unternehmen kommen aus der Erwartung eines zunehmenden Marktwettbewerbs in einer europäischen Währungszone. Die davon ausgehenden Einflüsse auf Transaktions-, Risiko- und Beschaffungskosten, auf Produktpolitik und Preiskalkulation müssen insbesondere von denjenigen Unternehmen rechtzeitig beachtet werden, die einen hohen Grad an internationaler Verflechtung haben oder anstreben. Besonderer Handlungsbedarf besteht darüber hinaus in einigen Wirtschaftssektoren, für die sich durch die Währungsumstellung zusätzliche Wachstumspotentiale ergeben; sei dies nun der weite Bereich von Automatenherstellern im weitesten Sinne oder seien es Anbieter von Software-Leistungen, Beratung oder EDV-Kommunikation.

Eine zentrale Rolle in der allgemeinen Währungsumstellung nimmt die öffentliche Verwaltung ein. Speziell die Kommunen haben über das öffentliche Rechnungswesen, über vielfältige kommunale Dienstleistungen und Regelungsaufgaben eine kaum überschaubare Vielfalt von Kontakten mit Währungsbezug. Kommunen, als Kopfstellen der öffentlichen Verwaltung vor Ort, sind daher von den Aufgaben der Währungsumstellung in besonderem Maße betroffen. In ihrem Beitrag (*Praktische Aspekte der Währungs-*

umstellung für die öffentliche Verwaltung aus Sicht der Kommunen) konzentrieren sich die Autoren *Ellgering/Jürgenliemk/Bode* auf diese Schlüsselstellung im Prozeß der Umstellung auf den EURO. Dabei sind Kommunen zum einen – wie Unternehmen auch – von den Daten abhängig, die sich aus der Umsetzung der EU-Vorgaben über Bundes- und Landesgesetze, Verordnungen und Erlasse ergeben. Zum anderen setzen sie selbst Rahmendaten für Bürger und Wirtschaft ihres Bereichs, z.B. als Auftraggeber für die Wirtschaft, als großer Arbeitgeber, als Steuerverwaltung oder auch als Ordnungsgeber.

Die Abhängigkeit der Umstellungsmaßnahmen von zentralen rechtlichen Vorgaben auf der einen und von den gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Erfordernissen von Bürgern und Unternehmen in der Region auf der anderen Seite, stellt die Kommunen in den kommenden Jahren sachlich, finanziell und zeitlich vor besonders schwierige Aufgaben. Die komplexe Abstimmung mit allen Beteiligten macht aus Sicht der Autoren daher ein koordiniertes Vorgehen und Planen im Rahmen einer „konzertierten Aktion Währungsumstellung“ erforderlich. Abgestimmtes konzeptionelles Handeln ist nicht nur im Hinblick auf spezielle verwaltungs- und haushaltsrechtliche Vorgaben oder die Planungen seitens der regionalen Wirtschaft sinnvoll, sondern insbesondere auch mit Blick auf die Vermeidung von Kapazitätsengpässen, bei der Inanspruchnahme von spezialisierten Ressourcen im Bereich der Soft- und Hardware-Anbieter, was letztlich – abgesehen von erheblichen Preisreaktionen – aus Kapazitätsgründen die Realisierung der Umstellungspläne in Frage stellen kann. Die Autoren empfehlen daher eine sukzessive Umstellung auf die neue europäische Währung bereits einige Jahre vor dem Jahr 2002, um die notwendigen Aktivitäten zeitlich zu entzerren, geeignete Erfahrungen gewinnen und noch nutzen zu können, und um damit letztlich auch Bürgern und Unternehmen im Gemeindegebiet Hilfestellung bei ihren schwierigen Umstellungsproblemen im Wettbewerb bieten zu können.

III.

Im dritten Teil des Buches rückt die zukünftige Europäische Zentralbank in den Mittelpunkt der Untersuchungen. Analysiert werden Probleme ihrer Entscheidungsstruktur, alternative Möglichkeiten der zu entwickelnden geldpolitischen Strategie sowie die Eignung und effiziente Nutzung des vorgesehenen Instrumentariums. Gemeinsamer Ausgangspunkt aller Überlegungen ist, daß der Entwurf eines gesetzlichen Rahmens für die Tätigkeit der zukünftigen Europäischen Zentralbank – wie im Vertrag von Maastricht vorgesehen – zwar die Möglichkeiten und Grenzen der Handlungen der Zentralbankakteure festlegt, doch damit nicht die tatsächliche effiziente

Erfüllung des stabilitätspolitischen Auftrags sicherstellen kann. Wie die Gouverneure der Zentralbank ihre Kompetenzen nutzen, für welches geldpolitische Konzept sie sich entscheiden werden und in welcher Struktur das geldpolitische Instrumentarium eingesetzt werden wird, ist jedoch von mindestens gleichrangiger Bedeutung wie die institutionellen und vertraglichen Rahmenbedingungen. Die hier dazu vorgetragenen Problemhinweise und Lösungsvorschläge machen – trotz mancher Heterogenität – deutlich, daß einfache Übertragungen der Erfahrungen, die mit der Politik der Deutschen Bundesbank gemacht wurden, nur in begrenztem Umfang für die zukünftige europäische Geldpolitik nützlich sein können.

Mit den politischen und institutionellen Rahmenbedingungen der Entscheidungsfindung der zukünftigen Europäischen Zentralbank beschäftigt sich zunächst *Paul de Grauwe (The Design of the European Central Bank)*. Er verdeutlicht, daß politische Unabhängigkeit allein keineswegs ausreicht, um Geldwertstabilität zu erreichen. Dafür ist vor allem eine diesbezügliche Präferenzidentität der Mitgliedsstaaten bzw. ihrer Vertreter in der Europäischen Zentralbank erforderlich. Auf der Basis des Barro-Gordon Modells weist de Grauwe auf die möglicherweise dominanten Kräfte hin, welche in einer Währungsunion zugunsten einer höheren Inflationsrate wirken. Dabei sind neben differierenden Stabilitätspräferenzen auch unterschiedliche Strukturmerkmale der Arbeitsmärkte bedeutsam. So kann eine höhere NAIRU (nicht-akzelerierende Inflationsrate) in einem Mitgliedsstaat auch dahin wirken, daß seine Vertreter in der Europäischen Zentralbank zugunsten einer höheren Inflationsrate votieren. Vor diesem Hintergrund werden dann Vorschläge für zusätzliche Regelungen gemacht, welche die Stabilitätsorientierung der Zentralbankakteure sicherstellen sollen. So wird z. B. der Verlust des Stimmrechts oder gar die vorübergehende Entfernung eines Notenbankgouverneurs erwogen, wenn in seinem Herkunftsstaat gegen Stabilitätskriterien verstoßen wird. Insgesamt geht es dabei um die Stärkung der stabilitätspolitischen Verantwortlichkeit der geldpolitischen Akteure, um durch ergänzende Kontrollmechanismen deren Legitimität zu erhöhen. Der Verfasser ergänzt diese Überlegungen durch den Vorschlag, sowohl ein Geldmengenaggregat als auch den Zins als Zwischenzielvariablen zu verwenden.

Daß die Unabhängigkeit der Zentralbank durch zusätzliche rechtliche und organisatorische Rahmenbedingungen, vor allem aber längerfristig orientierte, kontrollierbare stabilitätsorientierte Verhaltensweisen der geldpolitischen Entscheidungsträger ergänzt werden müsse, damit eine Währungskultur entsteht, meint *Hans-E. Loef (Stabilitätskultur und Zentralbankunabhängigkeit – Notwendigkeiten für die neue Währung)*. Die Semantik dieses Begriffs schließt nicht nur materielle ökonomische Merkmale, sondern auch eine bestimmte geistige Werteinstellung bezüglich der Bedeutung des

Geldes für die Gesellschaft ein. Historische Rückblicke – bis in die griechische Antike – belegen, wie wichtig es ist, „... Geld durch Güter zu messen, nicht Güter durch Geld“ (Agnell (1930, S. 57)). Währungs- oder Stabilitätskultur weisen so erhebliche Ähnlichkeiten zum Recht als gesellschaftlichem Kulturphänomen auf. Rechtssicherheit und -kontinuität sind enge Bedeutungsverwandte der Geldwertstabilität. Im analytischen Kontext der Institutionenökonomik kann die Entstehung von Stabilitätskultur mit Hilfe des Konzepts der Organisationskultur verstanden werden. Stabilitätskultur wird hier zum fokalen Prinzip erhoben, welches der Orientierung des Prinzipals und der Reputation des Agenten dient. Empirische Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und erfolgreicher Geldwertsicherung stützen diese Einsichten. Ob die gegenwärtige Konvergenz der Inflationsraten in den potentiellen Mitgliedstaaten der Währungsunion eine ausreichende Basis für den stabilitätspolitischen Erfolg der gemeinsamen Währung ist, auch im Zusammenhang mit den anderen Maastricht-Kriterien, kann jedoch noch nicht beurteilt werden, denn diese haben keine unmittelbare Bedeutung dafür. Vielmehr bedarf es der ausschließlichen Ausrichtung der Geldpolitik auf das Geldwertziel sowie eines ergänzenden stabilitätsorientierten Umfeldes der anderen Politikbereiche.

Diese grundsätzlichen Überlegungen werden durch eine genauere Analyse der Entscheidungsstrukturen zwischen der Europäischen Zentralbank und den – auch in Zukunft bestehenden – nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten von *Daniel Gros (Delivering price stability in EMU: the European System of Central Banks)* ergänzt. Dabei geht es um die relativen Einflußkräfte, die aus den vorgesehenen Aufgabenverteilungen, Stimmverhältnissen und Ernennungsprozeduren innerhalb der Europäischen Zentralbank resultieren einerseits und den Problemen der Umsetzung geldpolitischer Entscheidungen durch die nationalen Zentralbanken andererseits. Verglichen mit den diesbezüglichen Entscheidungshierarchien der Deutschen Bundesbank oder des Federal Reserve Systems in den USA hat die zentrale Instanz, das Direktorium der Europäischen Zentralbank, wahrscheinlich eine schwächere Position. Inwieweit diese die Qualität der Politik beeinträchtigen kann, wird wesentlich von der Haltung der von den Mitgliedstaaten entsandten Gouverneure abhängen. Daran ändert auch die – verglichen mit der Bundesbank – relativ strikte Verpflichtung auf das Geldwertziel nichts. Aber auch das währungspolitische Primat des ECOFIN-Rates kann die Geldpolitik ebenso gefährden wie die Fiskalpolitik durch die Anhäufung einer nicht durchhaltbaren Staatsverschuldung. In diesem Sinne ist der Grad der Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank zu hinterfragen, wobei *Gros* auf zahlreiche internationale Beispiele verweisen kann.

Mit alternativen geldpolitischen Konzepten der zukünftigen Europäischen Zentralbank setzen sich dann *Jürgen von Hagen und Manfred J. M. Neu-*

mann (*Entwurf für eine europäische Geld- und Währungspolitik*) auseinander. Diskutiert werden zunächst die Strategien der Vorgabe eines Geldmengenziels oder des direkten Ansteuerns eines Inflationsziels. Die Verfasser machen deutlich, daß sich diese beiden Konzepte sowohl in der operationalisierten Definition des Begriffs Preisstabilität, als auch bezüglich der Verbindung zwischen den täglichen Operationen der Zentralbank und ihren längerfristigen Zielvorstellungen unterscheiden. Sodann wird ein Konzept für das währungspolitische Verhältnis zwischen den Teilnehmern an der EWU und den anderen EU-Staaten entworfen. Dabei geht es darum, für das EWS II die teilweise negativen Erfahrungen mit dem EWS I in dem Sinne zu nutzen, daß die Europäische Zentralbank zwar unterstützend wirkt, aber nicht Gefahr läuft, durch Pflichtinterventionen die Stabilität der eigenen Währung zu gefährden. Das in diesem Sinne vorgeschlagene EWS II soll den EURO zum zentralen Anker der Stabilität für alle Länder machen, die konsequent eine Aufnahme in die EWU anstreben.

Abschließend analysieren Jürgen Jerger und Lukas Menkhoff (*Refinancing policy options of the European Central Bank*) das geldpolitische Instrumentarium der zukünftigen Europäischen Zentralbank, wobei sie sich insbesondere mit der Refinanzierungskomponente auseinandersetzen. Dazu stellen sie zunächst die gegenwärtig differierenden Refinanzierungsinstrumente in den potentiellen Mitgliedstaaten der zukünftigen EWU dar, um sie dann bezüglich ihrer geldpolitischen Effizienz zu bewerten. Als Effizienzkriterien verwenden die Verfasser die Eignung zur Geldmarktkontrolle, die Wettbewerbsneutralität sowie die Erfüllung des Subsidiaritätspostulats. Die Ergebnisse dieser Analyse sind dann der Ausgangspunkt für einen eigenen Entwurf eines Refinanzierungskonzepts der Europäischen Zentralbank. Darin wird für sogenannte *standing facilities* plädiert, die auch vom Europäischen Währungsinstitut vorgeschlagen wurden. Diese *standing facilities* sollten bezüglich ihres Umfangs an Eigenkapitalquoten der betroffenen Banken gebunden sein und auf eine branchen- bzw. größenabhängige Subventionierung weitgehend verzichten. In diesem Sinne wird also eine Annäherung an das Modell vorgeschlagen, das in den Niederlanden praktiziert wird.

Im Anhang findet sich eine interessante Umfrage der Universität Dresden zu den Erwartungen, die Studenten mit der Einführung der Währungsunion verbinden, Michael Graff (*Meinungen von Studenten der Wirtschaftswissenschaften zur Europäischen Währungsunion – Ergebnisse einer Dresdener Befragung*).

Wir danken Dr. Till Hakenberg und Frauke Rißel, die die schwierigen Manuskripte mit Sorgfalt und Geduld bearbeitet haben.

Introduction

By Hans-Hermann Francke, Eberhart Ketzler and Hans-Helmut Kotz*

I.

Since the signing of the Maastricht Treaties, now more than half a decade ago, the European nations have been engaged in an unprecedented project. They are concerned with ensuring the requirements for the creation of a unified currency. This plan of a supra-nationalisation of the monetary policy that does not allow for an option of withdrawal has no precedent. On the other hand, the plan is capable of referring to an economic as well as a political logic.

Thus, for the time being it is undisputed that a common market against the background of transparent price-setting should function more efficiently. The resulting allocation advantages might, inasmuch as one gives credit to recent thinking about determinants of growth, even lead to a permanent increase of the growth path. On the other hand, the monetary union obviously refers to a historical line of the general, predominantly politically marked efforts striving for European integration. In the 1950s, Western European integration was *not* an answer to questions which grew out of the intensive economic interconnection; rather, the 'motivation of the founders was essentially a political one – the integration of a divided Germany – and the driving force supplied the German-French reconciliation.'¹

Actually, if we do not count the rather timid attempt at the start of the 1960s, after the Werner Plan and the idea of a second stage of the EMS, we already reflect upon the third endeavour in this vein. Regarded from the viewpoint of the European federalists, integration is only accomplished through the political union. Incidentally, that was also a position with which the German government entered the Maastricht final negotiations of December 1991. In the meantime this is, however, a vision which has at least currently only the backing of a minority. The Maastricht Treaty and its supplement, the Stability and Growth Pact, reflect that which the Euro-

* Outline of a component for the introductory contribution.

¹ *William Wallace* (1994): *Regional Integration: The West European Experience*, Washington D.C.: Brookings, P. 11.

pean nations are prepared to accept at a maximum in the relinquishment of sovereignty. In the event, the still rather different objectives harboured with a view to the monetary union have been uncovered. Such a divergence of views is certainly not a characteristic that is specific to EMU. For also in national policies, there are naturally continuous discussions about the goals to be pursued as well as the appropriate instruments to be put to effective use. At any rate, the economic policies to be implemented in the monetary union in reality were not set once and for all half a decade ago. In principle, the economic policies to be pursued will be contingent on prevailing circumstances and will remain open.

In order to sketch the scenario of EMU, this supplement to *Kredit und Kapital* is made up of three parts. First its economic and social-political framework will be outlined. To begin with, the sufficiency of the purely economic criteria in delineating the monetary geography of Europe is at the centre of attention. Moreover, the extent of a basic common economic policy orientation also implying answers to the optimal spatial dimension, is at issue. Thus, questions about the design of the relationship to the non-participatory EU members are addressed. Finally, one can see that in the legal domain, we are still in the construction stage as well. The second part of the supplement deals with the more practical questions which concern the public directly. The currency conversion triggers the need for adaptation among companies, in the management of the public budgets, and naturally also in the banking industry. Regarding these plans, sometimes rather disparagingly described as technicalities, it is here that we are perhaps the most fit for EMU. Finally, the third part considers the effects of the European monetary policy on the design of the European Central Bank, its conceptualisation and instruments. The debate over a suitable monetary policy for Europe is mirrored herein. In addition, the possible need for co-ordination with other areas of economic policy are addressed and with this, we come full circle.

The discussion around EMU has led to a revival of a debate which was first en vogue in the 1960s and 1970s: Manfred Willms (*Die Europäische Währungsunion im Lichte der Theorie optimaler Währungsräume*) (The European Monetary Union in Light of the Theory of Optimal Monetary Areas) first presents the classical approaches which place factor mobility, the degree of openness, sector differentiation, and the variance of the inflation-adjusted exchange rate at the centre of attention. Subsequently, he evaluates the new considerations which make efforts towards a cost-benefit analysis. He indicates that in such a weighing, at least the perspectives of a hard currency country, a soft currency country as well as the EMU altogether should be differentiated. Finally, he shows that the theoretical approaches have obviously no relation with the actually applied, *real* Maastricht criteria.

Against the monetary union has been cited again and again – appealing to the arguments of Mundell, McKinnon, Kenen – that it causes macro-economic costs. Jacques Méliitz (*Assessing the Costs of European Monetary Union*) gives reasons for his sceptical position regarding this matter by listing that, in a series of asymmetrical disruptions, there is no useful role for the monetary policy. Above and beyond that, he is unconvinced by the as a rule unspoken initial premise of benevolent and know-it-all central bankers. At the same time, he does not argue that EMU is an optimal currency area. Rather, he doubts – beside the assumption of a high incidence of region-specific shocks – whether the nominal exchange rate as an adaptation instrument is employable on a regular basis.

With the start of EMU, there will be participants and non-participants of the monetary union within the EU. Patrick Artus (*What Kind of Exchange Rate System Between the Countries Participating in EMU and the other European Countries?*) discusses in a two-country-model with a medium term horizon (monetary policy controls the money supply or the interest rate; output is determined by demand) the effects of a structural asymmetry (different inflation preferences) or diverse temporary shocks (portfolio re-allocation against a non-participatory country; reaction to interest policies in the EMU core). He discusses in detail the consequences tied to that for output, inflation, and the balance of trade in dependence with the different exchange rate arrangements between the ins and pre-ins. In the case of a structural inflation gap, as well as in the safeguarding against the monetary policy innovations of the European Central Bank (ECB), it appears to him that floating is the most plausible option; shocks in the portfolio structure can basically only be reliably counteracted by the ECB. Finally, the competition-distorting devaluation is to be best countered with floating exchange rates.

The way to EMU as directed by the criteria thus leads to the situation that some countries will be excluded. Gerald Holtham (*Large or Small: Defining EMU's Regional Dimension*) argues that these countries are exactly those who would profit most from the disciplinary role of EMU. Since it is probable that there will be excluded countries, their relationship to the participating countries must be discussed. At this point he proposes a new, reformed EMS. The requirement in order for such a target system to function with an adjustable peg is a well-developed agreement on the economic policy striven for between the core and the satellites. In addition, there should be a clear procedure based on a set of indicators that would eventually regulate necessary changes in central rates. Finally, this indicator framework would also define the intervention obligation of the ECB determined in favour of the pre-ins.

EMU has only a rather weak grounding in an economic logic. In fact, the existence of any such legitimisation is from time to time even denied.

In their contribution (*The Politics of EMU: Problems in Creating Wahlverwandschaften*), Klaus Gretschmann and Hans-Helmut Kotz therefore refer predominantly to political-economic reasons for EMU – for instance as a means of carrying out structural reforms underwriting the integration of the reunified Germany, and bolstering Europe’s importance in the world. And yet especially in the core area of economic policies, there are still quite different expectations about what these are capable of achieving. Such belief differences supply for example the material for ongoing debates over the set-up of the macro-economic game. While in one interpretation, stability policy disappears to a large extent in the background, others see it in a much more prominent role. Hence, the *Wahlverwandschaft* (elective affinity) still appears to be marked by distinctly different economic philosophies.

The term stability culture certainly also belongs to the weasel words of the debate revolving around EMU. Peter Bofinger, Carsten Hefeker, and Kai Pflieger (*Stabilitätsskultur in Europa*) (Stability Culture in Europe) first define this notion by reverting to the works of the new institutional economics. In addition, they interpret the explanatory variables which play a role for Max Weber and Francis Fukuyama in light of their consequences for the inflation performance. Hence, divergent cultures – country-specific sets of norms – might find expression in particular in the perception of trade-offs (Phillips-curve, time preference) as well as in the relationship of groups relevant to the formation of economic policy. The authors come to the conclusion that the stability preferences within Europe are very similar. Moreover, they argue that time horizons, having a decisive bearing on policy choices, are tilted towards the long term. Finally, they diagnose a loss of importance of Keynesian explanations and thus establish a rapprochement of the fundamental economic policy orientation in Europe.

The transfer of the monetary sovereignty of the member states to the European Community refers to further existing gaps in the regulation of the Common Market, according to Martin Seidel (*Rechtliche und politische Probleme beim Übergang in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion*) (Legal and Political Problems in the Transition to the Final Stage of the Economic and Monetary Union). Following a prevailing opinion, its complete realisation was a precondition of the monetary union that was to complement it. The leeway for assessment in the interpretation of the convergence criteria as well as in the entry process into the final stage of EMU allow for more than stability policy considerations exclusively. Ultimately, the European Council, in its composition heads of states and government, will be faced above all with the problem of the need for the interpretation of the convergence criteria, pursuant to a ‘proper consideration’ of the reports of the EU Commission and the European Monetary Institute.

However, the pre-legislatorial requirements in order to safeguard the monetary union through the reorganisation of the state association to a federal state structure are not in place.

The consequences of the abandoning the exchange rate as an adjustment instrument are set out by *Hans-Herman Francke* (*‘Europäische Währungsunion mit europäischem Finanzausgleichssystem und europäischer Sozialunion?’*) (*‘European Monetary Union with European Fiscal Equalisation System and European Social Union?’*). The author poses questions with regards to the necessity and form of a European fiscal equalisation system as well as a European social union. Three alternative concepts are distinguished for fiscal equalisation: an allocative equivalency-theory based concept, a re-distributive achievement-oriented concept, and a stability policy functional-concept. Each approach implies considerably different burden and subsidy transfers, which are assessed according to their economic development effects and political acceptance. The claims for a social union that are often made by some political and social interest groups are identified as an additional impediment for the expected stability policy performance of the monetary union. For only when factor mobility and income differentiation are enhanced, can the member states of the European Economic and Monetary Union gain the necessary adaptive flexibility required in view of the still insufficient progress towards convergence. A falsely conceptualised social union could make this impossible.

II.

The macro-economic costs or benefits of the European Monetary Union, expressed in growth and stability opportunities of its members are – as shown in Part I – determined in the end by the concrete formation of the economic and social policy framework. Moreover, an overall positive net benefit resulting from a macro-economic assessment has to be qualified on the micro-level against the background the industries’ companies adhere to or the rather difficult conditions of the public sector entities and households. This obviously holds true if one accounts for the diverse conversion burdens. For companies in the financial service industries which obviously have a key role in the currency conversion process, short-run costs might initially outweigh benefits. However, in this area under medium-term business expectations, it can be assumed that competition promotes the willingness to act on time when the EURO is introduced. The legal requirements of the tasks to be fulfilled during the period between the setting of the exchange rates of the participating currencies and the coming into effect of the EURO as a legal means of payment have largely been created in the meantime or are foreseeable in their essential contents.

Starting from these framework conditions, *Hans-Peter K. Scheller* ('*Von der Wechselkursfixierung zum Euro als gesetzlichem Zahlungsmittel*') ('From the Setting of the Exchange Rate to the EURO as a Legal Means of Payment') gives a concrete overview of the legal and technical requirements, motives, possible problems and opportunities in the further procedures leading up to the EURO as the single legal means of payment in EMU. The considerations that have been decisive for the transition to the EURO are to be carried out neither through a super-big-bang nor through a delayed-big-bang. Eschewing the interim step of a parallel currency, was only possible by employing the 'artificial trick' to introduce the EURO from the start as the single new currency and define the former national currencies as sub-units of the EURO. With this move, one would gain a few years of time in order to bring the EURO-bills and coins into circulation as the single legal tender.

Important elements that will speed up the conversion process and thereby avoid friction and rejection behaviour towards the new currency, include the commitment to the principle 'no pressure, no hindrances' with respect to the new currency and attaching importance to the EURO as a means of settlement in the unified money market by means of launching the Target-system. According to Scheller, the stress on the subsidiarity principle for the freedom of conceiving the concrete transition on the side of governments also belongs to the same paths which have to be taken if one does not want to simply fall back on historical experiences with currency conversion with only limited relevance. At the same time, however, in contrast to the principle 'no pressure, no hindrances,' there are in part, considerable factual pressures and hindrances geared for citizens and businesses, partly because of the seemingly generous possibilities which the government has in its conversion measures.

With their contribution ('*Die Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft auf die Europäische Währungsunion*') ('The Preparations in the Banking Industry for the European Monetary Union') *Bertuch-Samuels/Wolgast* describe such pressures and hindrances from the viewpoint of a business area which is especially affected by the conversion tasks, the banking industry. The authors assume that the competition will be considerably intensified for the banking industry through the creation of a unified currency area, which will have different effects on the market participants in the sector and in individual participating countries as well. This applies on the one hand to the burdens of conversion in technical areas which will be particularly heavy for institutes that have a relatively strong share in the geographically encompassing retail business with private clients. It applies on the other hand to competitive effects which result from the design of the monetary policy instruments of the central bank especially for smaller banks, if in

future their access to central bank funds becomes difficult or is even cut off. In addition, the competitive position of the banks can be affected differently from country to country by the removal of the currency risk and the convergence of the interest rates.

The more or less great uncertainty about the achievement of the admission criteria that makes participation in the European Monetary Union only possible has bearing on the different speeds of the preparations in the individual countries. At the end of 1996, a survey carried out in banks showed that half of all banks had not yet defined their conversion strategy and only 15 per cent had made the required means available. However, in the EU, approximately nine tenths of the banks were of the opinion that the preparation work could be completed on time. Against the background of this palpable discrepancy, the confidence expressed might reflect, among others, differently exacting desiderata concerning the transition approach.

Cross-border financial payments is an area of service provision in the credit industry which is particularly important for the functioning of the financial markets in a European Monetary Union. *Henner Walkhoff* has dedicated his specific contribution to this key role (*'Perspektiven des Zahlungsverkehrs in der Währungsunion'*) ('Perspectives of Payment Services in the Monetary Union'). It is shown that the demands of the currency conversion to the EURO support the already present efforts towards the development of European mass payment transfers. In the same vein, the European central banks, in establishing the trans-European automated real-time gross settlement express transfer system (that is: TARGET), create cross-border payment transactions in the European Union.

In the *Zentralen Kreditausschuß*, a co-ordinating body of the German banking industry's associations, two work groups are concerned with the conversion theme. The practical preparations for these are largely achieved in the member associations of the central credit committee. Using the example of the detailed technical development process in the planning by the *Sparkassenorganisation* (savings bank organisation), Walkhoff shows how the top-level associations of the German credit trade and the *Deutsche Bundesbank* are preparing a mutual concept for the introduction of the EURO. Independent of this, in the carrying out of different concepts for payment systems in competition, the further development of cross-border financial transactions to European 'internal financial transactions' takes place. The introduction of the EURO will give these efforts an important impetus.

The *'Bedeutung der Europäischen Währungsunion und der Währungsumstellung für Unternehmen'* ('The Significance of the European Monetary Union and the Monetary Conversion for Companies') is quite different due

to structure, as well as the contents and time frame of the preparatory measures, as shown in the contribution by *Breier/Lux*. The uncertainty about the actual conversion may also be responsible for the fact that surveys showed that the greater part of German companies had not yet taken up any preparatory measures. Nevertheless, about half of the larger companies surveyed had already designed a strategy. Savings banks and private banks having probably given an important stimulus since the banking industry, in its own conversion measures, will need to gain knowledge of the strategic conditions and financial services requirements from the companies' viewpoint on time for the development of own products for the transition phase as well as EMU in operation.

The driving forces for the intensity of the preparation measures of companies come from the expectation of increasing market competition in a European currency zone. The resulting influences on the costs of transactions, risks, and acquirement, product policy and price calculation must especially be accounted for in time by those companies that have, or strive for, a high degree of international involvement. A particular need to act also exists in those sectors of the economy for which additional potential for growth results through a currency conversion; whether in the wide area of the vending or slot-machine producers in the furthest sense or whether it is suppliers of software services, consulting, or electronic data processing.

A central role in the general currency conversion is taken on by the public administration. The municipalities in particular, via public accounting on numerous municipal services and regulation tasks, have a variety of contacts with reference to currency, posing a substantial adjustment task. Hence, municipalities, as the heads of the public administration, are especially affected by the currency conversion. In their contribution (*'Praktische Aspekte der Währungsumstellung für die öffentliche Verwaltung aus der Sicht der Kommunen'*) (*'Practical Aspects of the Currency Conversion for the Public Administration from the Viewpoint of the Municipalities'*) the authors *Ellgering/Jürgenliemk/Bode* focus on this key position in the process of the conversion to the EURO. Thus, municipalities are on the one hand, dependent – as are the companies – on the preconditions which result from the application of the EU-guidelines for federal and regional laws, ordinances, and decrees. On the other hand, they set the framework themselves for the citizens and economy of their area, for example, as demanders of goods and services, as large employers, as tax administrators, or also as legislators.

The dependence of the conversion measures on central legal guidelines on the one hand and on the social and economic requirements of citizens and companies in the region on the other hand, poses especially difficult

questions of a practical, financial, and temporal nature for the municipalities in the next years. The difficult co-ordination of all participants from the authors' view makes a co-ordinated proceeding and planning within the set-up of a 'concerted action of currency conversion' necessary. Agreed upon conceptual action is not only sensible with respect to specific budgetary legal guidelines or the planning on behalf of the regional economy, but also especially important for the avoidance of capacity bottlenecks, in the use of specialised resources in the areas of software and hardware suppliers, which in the end – apart from considerable price reactions – could call the realisation of the conversion plans into question for reasons of capacity. Therefore, the authors recommend a successive conversion to the new European currency already a few years before the year 2002 in order to rectify the necessary actions on time, to gain and use suitable experience, and to offer assistance to citizens and companies in the municipalities with their difficult transition problems in competition.

III.

The future European Central Bank shifts to the centre of the study in the third part of the book. The problems of its decision-making structure are analysed, as well as alternative possibilities for the monetary policy strategy to be developed, and the suitability and efficient use of the planned monetary instruments. The common starting-point of all considerations is that the outline of a legal framework for the activities of the future European Central Bank – as planned in the Maastricht Treaty – sets the possibilities and limits of the actions of the central bank players, yet can not ensure the actual efficient fulfilment of the stability policy task. How the governors of the central bank use their authority, which monetary policy concept they will decide on, and in which structure the monetary policy instrument will be applied, is however of at least the same importance as the institutional and contractual framework. The references to problems and suggestions for solutions which are presented here make it clear that – despite some heterogeneity – simple transference of the experiences which were made with the policy of the *Deutsche Bundesbank* can only be useful to a limited extent for the future European monetary policy.

The political and institutional framework for the decision-making of the future European Central Bank are dealt with by *Paul de Grauwe* (*The Design of the European Central Bank*). He makes it clear that political independence alone is not at all sufficient for the achievement of monetary stability. For this, a convergence of preferences regarding the monetary stability of the member states or their representatives in the European Central

Bank is above all required. On the basis of the Barro-Gordon Model, *de Grauwe* refers to the possibly dominant powers that would work in favour of a higher inflation rate in a monetary union. Aside from differing stability preferences, diverging structural features of the labour markets are also important. Thus, a higher NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment) in a member state can contribute to the effect that its representatives in the European Central Bank might be inclined to accept a higher inflation rate. Against this background, suggestions for additional regulations that would secure the stability orientation of the central bank players are made. Among others, the loss of the voting rights or even the temporary removal of a central bank governor is considered if its country of origin infringes against the stability criteria. Altogether, proposals are about a strengthening of the responsibility for the stability policy of the monetary policy players in order to raise their legitimacy through supplementary control mechanisms. The author adds to these considerations with the suggestion of using a monetary aggregate as well as the interest rate as an intermediate variable.

The opinion that the independence of the central bank must be supplemented by additional legal and organisational framework, but above all by longer-term oriented, controllable stability-oriented behaviour of the monetary policy decision-makers in order for a currency culture to be created is stated by *Hans-E. Loef* (*‘Stabilitätskultur und Zentralbankunabhängigkeit – Notwendigkeiten für die neue Währung’*) (Stability Culture and Central Bank Independence – Necessities for the New Currency). The semantics of the term stability culture does not only include financial economic features but also a certain intellectual value system with respect to the importance of money for society. Historical retrospectives – as far back as Greek antiquity – verify how important it is ‘...to measure money through goods, not goods through money...’ (Agnell, 1930, 57). Currency or stability culture thus shows considerable similarities to the legal system as a social cultural phenomenon. Legal security and continuity are closely related in meaning to monetary stability. In the analytical context of institutional economics, the creation of a stability culture can be understood with the aid of the concept of organisational culture. Stability culture is raised here to a focal principle that serves the orientation of the principal and the reputation of the agents. Empirical studies of the connection between central bank independence and successful protection of purchasing power stability support these views. Whether the current convergence of inflation rates in the potential member states of the monetary union is a sufficient basis for the success of the common currency in terms of price stability, as well as in the context of the other Maastricht criteria, can not be assessed yet, for it does not have direct significance. Much more, the exclusive orientation of

the monetary policy to the price stability goal is needed, as well as a complementary stability-oriented association in the other policy areas.

These fundamental considerations are analysed in further detail by *Daniel Gros* ('*Delivering price stability in EMU: the European System of Central Banks*') with a more detailed view on the decision-making structures between the European Central Bank and the national central banks of the member states, which, obviously, will not cease to exist. The text deals with the relative powers of influence which result, on the one hand, from the envisioned allocation of duties, voting relations, and appointment procedures within the European Central Bank, and on the other hand, from the problems of the implementation of monetary policy decisions through the national central banks. Compared to the decision-making hierarchies of the *Deutsche Bundesbank* or the Federal Reserve Systems in the USA, the central authority, the board of directors of the European Central Bank, probably has a weaker position. How much this might impair the quality of the policies will largely depend on the attitudes of the governors appointed by the member states. The relatively strict obligation – compared to the *Bundesbank* – to the aim of price stability changes basically nothing in this respect. Moreover, the currency policy priority of the ECOFIN-council could endanger the monetary policy as well as fiscal policy, via an unsustainable accumulation of debt. In this sense the degree of independence of the European Central Bank has to be evaluated, whereby *Gros* can refer to numerous international examples.

Alternative monetary policy concepts of the future European Central Bank are dealt with by *Jürgen von Hagen und Manfred J. M. Neumann* ('*Entwurf für eine europäische Geld- und Währungspolitik*') ('Design for a European Monetary and Currency Policy'). First discussed are the strategies of the plan for a money supply target or the direct control of an inflation target. The authors make it clear that these two concepts differ not only in the definitional operationalisation of the term 'price stability,' but also with respect to the relation between the daily operations of the central bank and their longer-term basic guidelines. Then, a concept is outlined for the monetary policy relationship between the participants of EMU and the other EU countries. The concept accounts for the partly negative experiences of EMS I by allowing a supportive involvement of the ECB without undermining its capacity to provide for price stability through compulsory intervention. The EMS II proposed in this sense should make the EURO the central anchor of stability for all countries that consistently strive towards acceptance to EMU.

An analysis of the monetary policy instruments of the future European Central Bank by *Jürgen Jerger and Lukas Menkoff* ('*Refinancing Policy Options of the European Central Bank*') concludes the book, whereby they

are especially concerned with the refinancing components. They first present the current diverging refinancing instruments in the potential member states of the future EMU in order to assess their monetary policy efficiency. The criteria for efficiency used by the authors are the suitability for money market control, the competitive neutrality, as well as the fulfilment of the subsidiarity principle. The results of this analysis are the starting point for an outline of a refinancing concept for the European Central Bank. In this outline, so called 'standing facilities,' also suggested by the European Monetary Institute, are argued for. These 'standing facilities' should be tied to the applying banks' own capital ratios and should largely do without sector or size-dependent subsidisation. In this sense, an approach similar to the model practised in the Netherlands is proposed.

An interesting survey carried out by *Michael Graff* (*Meinungen von Studenten der Wirtschaftswissenschaften zur Europäischen Währungsunion – Ergebnisse einer Dresdener Befragung*) at the University of Dresden on the expectations that economics students associate with the implementation of the monetary union can be found in the appendix.

We would like to thank Dr. Till Hakenberg and Frauke Rißel who worked on the difficult manuscripts with great care and patience.

I. Der wirtschaftliche und gesellschaftliche Rahmen der Europäischen Währungsunion

Die Europäische Währungsunion im Lichte der Theorie optimaler Währungsräume*

Von Manfred Willms, Kiel

I. Einleitung

Das politische Bestreben zur Schaffung einer Europäischen Währungsunion (EWU) wirft die Fragen auf, ob die EWU überhaupt sinnvoll ist und welche Länder ihr angehören sollen. Genau auf diese Fragen will die Theorie des optimalen Währungsraums eine Antwort geben. Die Theorie versucht aufzuzeigen, unter welchen Bedingungen sich die gesamtwirtschaftlichen Ziele Preisniveaustabilität, Vollbeschäftigung und außenwirtschaftliches Gleichgewicht besser in einem System definitiv fester Wechselkurse bzw. in einem Einheitswährungssystem realisieren lassen, als in einem System flexibler Wechselkurse. Beide Systeme, Einheitswährung und durch flexible Kurse miteinander verbundene Währungsvielfalt, sind mit Kosten und Nutzen verbunden. Ein optimaler Währungsraum ist ein Raum, innerhalb dessen der Nettonutzen einer Einheitswährung größer ist als der Nettonutzen einer Vielzahl von Währungen.

Für die Abgrenzung eines optimalen Währungsraums sind in der traditionellen Theorie Kriterien entwickelt worden, die in Abschnitt II dargestellt und beurteilt werden. In Abschnitt III wird die neuere Theorie dargestellt, der eine explizite Kosten-Nutzen-Betrachtung zugrunde liegt. Den Aussagen der Theorie werden anschließend in Abschnitt IV die tatsächlichen politischen Ausgestaltungen der EWU gegenübergestellt und deren ökonomische Relevanz hinterfragt. In Abschnitt V wird ein Fazit gezogen.

II. Traditionelle Theorie optimaler Währungsräume¹

Eine Währungsunion bedeutet für die beteiligten Länder, daß deren Wechselkurse unwiderruflich fixiert werden oder daß eine einheitliche

* Meinem Mitarbeiter, Diplom-Volkswirt Christoph Harff, danke ich für wertvolle Anregungen und für die kritische Diskussion bei der Erstellung dieses Beitrags.

¹ Einen Überblick über die traditionelle Theorie liefern *Ishijama* (1975), *Vaubel* (1988) und *Masson/Taylor* (1993).

Währung eingeführt wird. In beiden Fällen geben die Mitgliedsländer das wohl wichtigste makroökonomische Steuerungsinstrument, nämlich die Geldpolitik, aus der Hand und übertragen diese an eine gemeinsame Institution.

Ziel der Währungsunion ist eine Wohlstandssteigerung durch Senkung der Transaktions- und Informationskosten sowie durch die Stimulierung des Außenhandels und der Investitionen. Gleichzeitig bedeutet die Mitgliedschaft in einer Währungsunion aber auch, daß der Wechselkurs als Anpassungsinstrument nicht mehr zur Verfügung steht. Der damit verbundene Verzicht auf Wechselkursänderungen kann mit Kosten verbunden sein. In der traditionellen Theorie spielen diese Kosten eine zentrale Rolle bei der Abgrenzung eines optimalen Währungsraums. Die Theorie ist keynesianisch geprägt und postuliert, daß Ungleichgewichte nicht durch den Marktmechanismus beseitigt werden, sondern staatliche Eingriffe erfordern. Daher entwickelt die traditionelle Theorie Kriterien, die aufzeigen, unter welchen Voraussetzungen der Verzicht auf den Wechselkurs als Anpassungsinstrument akzeptabel ist.

Im folgenden werden die wichtigsten traditionellen Kriterien, wie sie vor allem von Mundell (1961), McKinnon (1963), Kenen (1969) und Vaubel (1976 und 1978) entwickelt worden sind, kurz aufgezeigt.

1. Darstellung der Ansätze

a) Faktormobilität

Bei Mundell (1961) dient der Grad der Mobilität des Faktors Arbeit als Kriterium für die Abgrenzung eines optimalen Währungsraums. Ausgangspunkt bildet ein 2-Länder-Modell, bei dem jedes Land nur ein Gut erzeugt. In der Ausgangslage herrscht Vollbeschäftigung. Die Handelsbilanz ist ausgeglichen. Preise und Nominallöhne sind nach unten rigide. Vor diesem Hintergrund werden die Auswirkungen eines Nachfrageschocks in Form einer Verlagerung der Nachfrage vom Inland zum Ausland untersucht, wobei zwischen festen Wechselkursen im Sinne einer Einheitswährung und flexiblen Wechselkursen unterschieden wird.

Bei einer Einheitswährung führt der Nachfrageschock zu Arbeitslosigkeit im Inland und zu Überbeschäftigung und Inflation im Ausland. Das Inland hat ein Handelsbilanzdefizit und das Ausland einen Handelsbilanzüberschuß. Wenn die einheitliche Zentralbank versucht, die Vollbeschäftigung im Inland über eine expansive Geldpolitik herbeizuführen, kommt es im Inland zu einem Ausgleich des Nachfrageeinbruchs. Im Ausland wird zusätzlich zu dem positiven Nachfrageschock eine Nachfragestimulierung

durch die Geldpolitik ausgelöst, so daß es zu einem weiteren inflationären Effekt kommt. Letztlich wird die Vollbeschäftigung im Inland über eine Senkung der Terms of Trade des Inlands erreicht. In diesem Fall ist der Währungsraum allerdings mit einem Inflationsproblem konfrontiert. Da eine solche Situation unerwünscht ist, und annahmegemäß sowohl der Nominallohn als auch der Wechselkurs als Anpassungsparameter nicht zur Verfügung stehen, hätte die Wanderung von Arbeitskräften einen inflationsfreien Anpassungsprozeß herbeiführen können. Bei mangelnder Mobilität des Faktors Arbeit ist daher der Anpassungsprozeß in einer Währungsunion mit hohen Kosten in Form von Inflation verbunden.

Ist der Produktionsfaktor Arbeit immobil, sollte die Anpassung an Nachfrageschocks nach Mundell zweckmäßigerweise über Wechselkursänderungen erfolgen. In diesem Fall ist ein System flexibler Wechselkurse die bessere Lösung. Eine Währungsunion erscheint daher nur zwischen Ländern sinnvoll, zwischen denen der Faktor Arbeit hinreichend mobil ist.

b) Offenheitsgrad

McKinnon (1963) erweitert das Modell von Mundell, indem er den Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft als Kriterium einführt. Der Offenheitsgrad spiegelt sich in der relativen Bedeutung handelbarer Güter gegenüber nicht-handelbaren Gütern wider. Die Auswirkungen von Nachfrageschocks unter festen und flexiblen Wechselkursregimen sind nach McKinnon davon abhängig, ob es sich um große oder kleine Länder bzw. um relativ geschlossene oder relativ offene Volkswirtschaften handelt. McKinnon löst sich von Mundell insofern, als daß Veränderungen auf der Angebotsseite über Preisänderungen für handelbare Güter zugelassen werden. Für ein relativ kleines, offenes Land, das die Preise handelbarer Güter auf dem Weltmarkt nicht beeinflussen kann, führen Nachfrageverschiebungen bei flexiblen Wechselkursen zu Auf- bzw. Abwertungen der Inlandswährung. Aufgrund des großen Gewichts handelbarer Güter kommt es durch die Veränderung des Wechselkurses zu nennenswerten Preisniveauänderungen. Je offener ein Land, desto anfälliger ist es gegenüber Nachfrageverschiebungen auf dem Weltmarkt. In der Regel gilt daher, daß ein relativ kleines und offenes Land eher von festen Wechselkursen profitiert. Derartige Länder eignen sich daher für eine Währungsunion. Umgekehrt verhält es sich mit einem großen, relativ geschlossenen Land. Der Einfluß der handelbaren Güter ist in diesem Fall gering. Wechselkursänderungen verursachen daher nur geringfügige Preisniveauänderungen. Ein flexibler Wechselkurs kann somit von einem großen, relativ geschlossenen Land als Instrument zur Verbesserung der Zahlungsbilanz und zur Sicherung der Vollbeschäftigung genutzt werden, ohne die interne Preisniveaustabilität zu gefährden.

c) Produktdiversifikation

Als weiteres Kriterium für die Abgrenzung eines optimalen Währungsraumes wird von Kenen (1969) der Grad der Produktdiversifikation vorgeschlagen. Mit diesem Kriterium wird die Annahme Mundells, daß jede Volkswirtschaft nur ein Gut produziert, aufgehoben. Es wird argumentiert, daß eine relativ hoch diversifizierte Volkswirtschaft bei sektoralen Nachfrageschocks geringere Anpassungsprobleme haben dürfte als eine nicht diversifizierte Volkswirtschaft, weil sich Nachfrageverlagerungen bei einzelnen Produkten weniger stark auf die Gesamtproduktion auswirken.² Stark diversifizierte Volkswirtschaften bilden nach Kenen somit einen optimalen Währungsraum. Bei derartigen Volkswirtschaften sind Anpassungen an sektorspezifische Nachfrageschocks über den nominalen Wechselkurs nicht erforderlich. Volkswirtschaften mit geringer sektoraler Diversifikation eignen sich dagegen nicht für eine Währungsunion.

d) Reale Wechselkursvariabilität

Die bisher dargestellten Ansätze sind rein realwirtschaftlich ausgerichtet und durch die ihnen zugrundeliegenden restriktiven Annahmen nur schwer operationalisierbar. Vaubel (1976) versucht daher, einen optimalen Währungsraum mit Hilfe des Kriteriums der realen Wechselkursvariabilität abzugrenzen. Dieses Kriterium erfaßt simultan monetäre und die zuvor genannten realen Effekte und ermöglicht eine eindeutige Messung. Nach Vaubel ist ein optimaler Währungsraum durch stabile reale Wechselkurse gekennzeichnet. Dies bedeutet vor allem, daß die strukturellen Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern einer Währungsunion gering sein müssen und keine quantitativ bedeutenden Störungen auftreten. Länder, bei denen starke Schwankungen in der Exportnachfrage oder in der Produktivitätsentwicklung entsprechend kräftige Veränderungen der Terms of Trade auslösen, eignen sich demzufolge nicht für die Mitgliedschaft in einer Währungsunion.

2. Beurteilung der Ansätze

In traditionellen Ansätzen zur Abgrenzung eines optimalen Währungsraums spielen asymmetrische Störungen eine zentrale Rolle. Eine Reihe von Studien versucht, diese Schocks durch Veränderungen der realen Wechselkurse zu erfassen.

² *Aschinger* (1993) bezeichnet dies als Faktormobilität zwischen den Industrien.

Von Hagen/Neumann (1994) kommen zu dem Ergebnis, daß die reale Wechselkursvariabilität zwischen den EU-Ländern und den deutschen Bundesländern nur in wenigen Fällen annähernd so niedrige und stabile Werte erreicht wie zwischen den deutschen Bundesländern selbst. Nach ihren Berechnungen dürfte die EWU nur die Länder Deutschland, Österreich sowie die Benelux-Länder umfassen.

De Grauwe/Vanhaverbeke (1993) vergleichen reale Wechselkursschwankungen zwischen den EU-Ländern mit denen zwischen 50 Regionen der EU. Es zeigt sich, daß die Variabilität zwischen den EU-Ländern doppelt so hoch ist wie zwischen den Regionen. Dennoch kommt es in den Regionen langfristig zu stärkeren Produktions- und Beschäftigungseffekten als in den Ländern. Schocks scheinen daher in den Regionen von größerer Bedeutung zu sein als in den Ländern.

Zu ähnlichen Ergebnissen kommt die Studie von De Nardis/Goglio/Margarini (1996), bei der europäische Regionen mit homogener Produktionsstruktur und EU-Länder auf Schocks untersucht werden. Hier zeigt sich anhand regionaler Produktionsschwankungen, daß asymmetrische Schocks in Europa eher auf regionaler Ebene als auf nationaler Ebene auftreten.

Bayoumi/Eichengreen (1993) arbeiten nicht mit der realen Wechselkursvariabilität, sondern ermitteln Nachfrage- und Angebotschocks der EU-Länder mit Hilfe vektorautoregressiver Modelle und vergleichen diese mit entsprechenden Regionen in den USA. Tendenziell sind Nachfrage- und Angebotschocks in Europa von größerer Bedeutung als in den USA. In Europa sind die Schocks wiederum in den Peripherieländern stärker ausgeprägt und weniger symmetrisch als in den Kernländern. Lediglich die Kernländer Deutschland, Frankreich, Benelux und Dänemark nähern sich der Situation in den USA an und sind daher für eine Währungsunion geeignet.

Gros (1996) mißt direkt den Einfluß von Schocks in Form von Veränderungen der Exportnachfrage auf die Arbeitslosigkeit in den EU-Ländern. Seine Ergebnisse weisen darauf hin, daß es keinen signifikanten Zusammenhang zwischen Exporten und Beschäftigung gibt. Nach dieser Studie ist die Bedeutung asymmetrischer Schocks in Europa gering.

Als möglicher Anpassungsmechanismus an Schocks wird in der traditionellen Theorie die Mobilität des Faktors Arbeit genannt. Daher wird in vielen Studien die interregionale und internationale Mobilität von Arbeitskräften untersucht. Die Studien kommen übereinstimmend zu dem Ergebnis, daß in Europa die Wanderungsbewegungen innerhalb der Länder größer sind als zwischen den Ländern (De Grauwe/Vanhaverbeke (1993), Eichengreen (1992, 1993)). In den USA ist die Mobilität von Arbeitskräften gemessen an der Reaktion auf regionale Unterschiede in den Löhnen und in der Arbeitslosigkeit relativ hoch, während sie in Europa relativ

gering ist. Allerdings führt dies in Europa nicht zu langfristigen Abweichungen zwischen nationalen und regionalen Arbeitslosenquoten (Eichengreen (1993)). Der Grund hierfür wird darin gesehen, daß die Arbeitslosenquote in den durch Schocks betroffenen europäischen Regionen durch regional- und arbeitsmarktpolitische Maßnahmen wieder auf das nationale Durchschnittsniveau gebracht wird.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß länderspezifische Schocks, wie sie der Theorie der optimalen Währungsräume zugrunde liegen, in der EU nur eine untergeordnete Rolle spielen. Bedeutsamer scheinen stattdessen regionale Schocks zu sein. Sofern diese Beobachtungen richtig sind, folgt daraus, daß der Wechselkurs und die internationale Mobilität des Faktors Arbeit als Anpassungsinstrumente nicht erforderlich sind.

III. Neuere Theorie optimaler Währungsräume³

Die Kritik an der traditionellen Theorie optimaler Währungsräume und insbesondere die jeweilig begrenzte Aussagefähigkeit der Optimalitätskriterien hat zur Entwicklung der Kosten-Nutzen-Analyse geführt (De Grauwe (1994), Menkhoff/Sell (1992), Willms (1995)). Bei dieser Vorgehensweise wird nicht nur die Kostenseite einer Währungsunion betrachtet, sondern es werden auch die Vorteile herausgearbeitet. Kosten und Nutzen werden dabei sowohl auf der Mikro- als auch auf der Makroebene identifiziert.

1. Mikroebene

a) Kosten

Auf der Mikroebene entstehen bei den Wirtschaftseinheiten einmalige Kosten der Währungsumstellung. Diese betreffen insbesondere den Finanzsektor. So werden bei den Geschäftsbanken allein für Deutschland die Kosten der Umstellung der Datenverarbeitung, der Geldautomaten und des Rechnungswesens sowie die Kosten der Mitarbeiterschulung auf 5 bis 6 Mrd. DM geschätzt. Besonders belastet ist auch der Wirtschaftsbereich der Münzautomaten, dessen Umstellungskosten mit 0,5 Mrd. DM veranschlagt werden. In den übrigen Wirtschaftsbereichen fallen Umstellungskosten im Rechnungswesen, bei der Datenverarbeitung und bei der Preisauszeichnung an. Insgesamt dürften sich die Kosten der Währungsumstellung für Deutschland auf 12 bis 15 Mrd. DM belaufen. Dies entspricht etwa 0,5 % des Bruttoinlandsprodukts.

³ Einen Überblick über die neuere Theorie liefert *Tavlas* (1993). Erweiterungen finden sich bei *De Grauwe* (1996).

b) Nutzen

Durch eine Einheitswährung entfallen direkte und indirekte Transaktions- und Informationskosten. Direkte Kosten werden durch die Eliminierung von Umtauschgebühren eingespart. Indirekte Kosten entfallen durch eine Vereinfachung des Rechnungswesens von Unternehmen, die verringerte Haltung von Devisen und durch die schnellere Abwicklung grenzüberschreitender Banküberweisungen. Die Kommission der Europäischen Gemeinschaft (1990) schätzt die jährlichen Ersparnisse an Transaktions- und Informationskosten auf ca. 0,3 bis 0,4 % des EU-Bruttoinlandsprodukts.

Der Wegfall des Wechselkursrisikos durch Schaffung einer Einheitswährung kann sich stimulierend auswirken. Das geringere Verlustrisiko durch Wechselkursschwankungen kann den Außenhandel und die ausländischen Direktinvestitionen erhöhen. Entfallen wechselkursbedingte Risikoprämien, dann sinkt der Kalkulationszinssatz für Auslandsinvestitionen. Nach dem neoklassischen Wachstumsmodell kann dies stimulierend auf das Wirtschaftswachstum wirken (Baldwin (1989)).

c) Beurteilung der mikroökonomischen Auswirkungen

Ein Vergleich der Kosten der Währungsumstellung mit den Einsparungen an Transaktions- und Informationskosten läßt erkennen, daß die Kosten einmalig anfallen, während die Einsparungen dauerhaft realisiert werden. Hier liegt ein eindeutiger Vorteil bei der Einführung einer Einheitswährung in Europa.

Ob ein nennenswerter Nutzen aus dem Wegfall des Wechselkursrisikos entsteht, ist dagegen fraglich. Geringere Verlustrisiken bedeuten auch immer geringere Gewinnchancen. De Grauwe (1994) zeigt, daß unter flexiblen Wechselkursen der Durchschnittsgewinn von Exporteuren höher sein kann als unter fixen Wechselkursen. Investitionen und wirtschaftliches Wachstum müssen nicht notwendigerweise durch geringere Wechselkursrisiken stimuliert werden. Empirisch kann keiner der Nutzeneffekte bestätigt oder widerlegt werden. Ihre quantitative Bedeutung ist zudem unklar. Folgerichtig spielen die Vorteile einer Währungsunion durch den Wegfall von Wechselkursrisiken innerhalb der Theorie optimaler Währungsräume nur eine untergeordnete Rolle.

2. Makroebene

a) Kosten

Wegfall des Wechselkurses als Anpassungsinstrument

Als wichtiger Kostenfaktor wird in der Kosten-Nutzen-Analyse einer Währungsunion der Verlust des Wechselkurses als Anpassungsinstrument angesehen (De Grauwe (1994), Willms (1995)). Die Argumentation ist hier analog zur traditionellen Theorie: Bei nach unten rigiden Löhnen und Preisen und internationaler Immobilität des Faktors Arbeit kann die Anpassung an asymmetrische Schocks kurzfristig am besten mit Hilfe einer Veränderung des nominalen Wechselkurses erreicht werden. Sind Änderungen des nominalen Wechselkurses nicht mehr möglich, ist der Einsatz anderer Anpassungsinstrumente erforderlich, der mit höheren Kosten verbunden sein kann.

Wegfall der geldpolitischen Autonomie

Die nationale Geldpolitik orientiert sich vorrangig an nationalen Zielen, wobei in der Praxis die Sicherung der Preisniveaustabilität und der Vollbeschäftigung im Vordergrund steht (De Grauwe (1994), Willms (1995)). Mit der Übertragung der Geldpolitik auf eine gemeinsame Zentralbank entfällt diese Möglichkeit. Verfolgt die gemeinsame Zentralbank einseitig das Ziel der Preisniveaustabilität, erleiden diejenigen Länder einen Nachteil, die sich in ihrer Geldpolitik vorrangig am Beschäftigungsziel orientieren. Orientiert sich die gemeinsame Zentralbank dagegen einseitig am Vollbeschäftigungsziel, treten Nachteile für diejenigen Länder auf, die eine hohe Preisniveaustabilität präferieren. Diese Nachteile lassen sich im Phillips-Kurven-Zusammenhang als Kosten darstellen, wenn den jeweiligen Präferenzen der Teilnehmerländer nicht mehr entsprochen werden kann.

Verlust der Seigniorage-Einnahmen

Seigniorage ist der Ertrag aus dem hoheitlichen Monopol zur Schöpfung von Zentralbankgeld. In einer stationären Wirtschaft fällt Seigniorage dadurch an, daß die Zentralbank das von ihr geschaffene Basisgeld nicht verzinst, während sie auf ihre Aktiva Zinserträge realisiert. In einer wachsenden Wirtschaft steigen die Seigniorage-Einnahmen durch die Emission zusätzlichen Basisgeldes. Die Seigniorage-Einnahmen lassen sich weiterhin durch eine inflationäre Ausdehnung der Basisgeldmenge erhöhen. Dieser Teil wird auch als Inflationssteuer bezeichnet. Er stellt eine Möglichkeit zur Finanzierung von Defiziten in öffentlichen Haushalten dar.

In einer Währungsunion entfällt die Möglichkeit, Seigniorage-Einnahmen autonom festzulegen und einzubehalten. Für das betreffende Land ergibt sich damit der Verlust einer Finanzierungsalternative für die öffentlichen Haushalte.⁴

b) Nutzen

Erhöhung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik

Länder mit Inflationstradition haben das Problem, daß sich durch die Ankündigung einer restriktiven Geldpolitik die Inflationserwartungen nur sehr schwer reduzieren lassen. Wird diese vom privaten Sektor nicht erwartete stabilitätsorientierte Geldpolitik dann tatsächlich durchgesetzt, entstehen hohe Anpassungskosten in Form eines Rückgangs der Produktion und eines Anstiegs der Arbeitslosigkeit. Die Anpassungskosten lassen sich beträchtlich verringern, wenn die Ankündigung der restriktiven Geldpolitik glaubwürdig ist. Sofern die Geldpolitik innerhalb einer Währungsunion einen hohen Glaubwürdigkeitsgrad besitzt, profitiert das Land mit Inflationstradition durch seinen Beitritt von dem Import an Glaubwürdigkeit (Giavazzi/Pagano (1988), De Grauwe (1994)). In diesem Fall erfolgt die Anpassung an eine niedrigere Inflationsrate schneller und zu geringeren Kosten.

Verbesserung der Effizienz der Geldpolitik

Eine effiziente Geldpolitik ist dann gegeben, wenn sie mit Hilfe ihres Instrumentariums das Ziel der Preisniveaustabilität mit den geringsten Kosten erreicht.⁵ Weil der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik nicht vollständig bekannt ist, bleibt ihre Durchführung immer mit Unsicherheit verbunden. Die Unsicherheit ist besonders hoch, wenn starke Kapitalbewegungen und Währungssubstitutionsprozesse stattfinden. Bei einer Einheitswährung sind diese Störfaktoren eliminiert (Bofinger (1994)). Daher kann die Geldnachfrage in einer Währungsunion stabiler sein als in den einzelnen Ländern. Eine stabile Geldnachfragefunktion erleichtert die Durchführung der Geldpolitik.

⁴ *Canzoneri/Rogers* (1990) bestimmen einen optimalen Währungsraum allein anhand einer optimalen Inflationssteuer. Ihr Kriterium für einen optimalen Währungsraum ist eine gleichmäßige Inflationssteuer in den beteiligten Ländern. Siehe auch *Casella* (1992).

⁵ Zum Zusammenhang zwischen Politikeffizienz und Unsicherheit siehe *Brainard* (1967).

c) Beurteilung der makroökonomischen Auswirkungen

Die Beurteilung der makroökonomischen Kosten- und Nutzenargumente wird durch ihre mangelnde Quantifizierbarkeit erschwert. Zudem ist zu prüfen, inwieweit die genannten Argumente für die EWU zutreffend sind.

Die Abwertung der Inlandswährung hat zwar den Vorteil, daß sie die Anpassungskosten in Form einer Realeinkommensenkung relativ gleichmäßig verteilt. Kurzfristig ist sie insofern ein wirkungsvolles Instrument. Langfristig kann die erforderliche Verringerung der Absorption allerdings nur über eine restriktive Geld- bzw. Fiskalpolitik erreicht werden. Eine Abwertung ist zudem nur erfolgreich, wenn Geldillusion vorliegt, d.h. wenn die Arbeitnehmer den abwertungsbedingten Reallohnrückgang nicht bemerken. Bei wiederholten Abwertungen ist dies nicht mehr der Fall, so daß der Wechselkurs seine Wirkung als Anpassungsinstrument verliert.

Während sich die Eliminierung des Wechselkurses als Anpassungsinstrument als vertretbarer Verlust erweist, ist der aus der Vereinheitlichung der Geldpolitik resultierende Konflikt von größerer Bedeutung. Sind die Präferenzen zwischen dem Ziel der Beschäftigung und der Preisniveaustabilität heterogen, kommt es zwangsläufig zu Spannungen in der Europäischen Zentralbank.⁶ Je heterogener die Präferenzen der Teilnehmerländer sind, um so größer ist das Konfliktpotential. Das Ergebnis dürfte ein Kompromißkurs sein, der beiden Präferenzstrukturen nicht gerecht wird (Baltensperger (1996)). Damit entsteht die Gefahr, daß die Wirtschaftssubjekte in den Teilnehmerländern gegenüber der Europäischen Zentralbank das Vertrauen verlieren.

Als letztes Kostenargument einer Währungsunion wurde der Verlust an Seigniorage-Einnahmen genannt. Diese Einnahmequelle hat lediglich in EU-Ländern mit höherer Inflationsrate eine gewisse Rolle gespielt. So haben die Seigniorage-Einnahmen als Anteil am Staatshaushalt in Griechenland, Italien, Spanien und Portugal zeitweilig Werte von 10% und mehr erreicht. Mit der Rückführung der Inflationsraten auch in diesen Ländern stellt der Verlust der eigenständig erwirtschafteten Seigniorage-Einnahmen kein großes Problem in den EU-Ländern mehr dar.

Ein Politikum stellt allerdings die Verteilung des Gewinns der Europäischen Zentralbank dar. Bisher realisieren Länder Seigniorage-Einnahmen in Abhängigkeit von der Bargeldhaltung, der Ausgestaltung der Mindestreservepolitik und dem Anteil der verzinslichen Aktiva an der Entstehungsseite der monetären Basis. Der Vertrag von Maastricht sieht dagegen vor,

⁶ Die konkrete Ausgestaltung einer gemeinsamen Geldpolitik ist auch abhängig von den institutionellen Bedingungen bei der Besetzung und Entscheidungsfindung der neuen Zentralbank. Vgl. von *Hagen/Süppel* (1994).

daß der Gewinn der Europäischen Zentralbank zwischen den Teilnehmerländern gemäß ihrer Kapitaleinlage verteilt wird, die sich zu 50% aus dem Bevölkerungsanteil und zu 50% aus dem BIP-Anteil bemißt. Daraus resultieren gegenüber der bisherigen Regelung nennenswerte Umverteilungen.⁷

Als potentieller Nutzen ist der Import von glaubwürdiger Geldpolitik durch den Beitritt zu einer Währungsunion für Länder mit Inflationstradition identifiziert worden. Dieser Nutzen tritt nur auf, wenn die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank glaubwürdig ist. Die hierfür erforderliche institutionelle Ausgestaltung, wie Unabhängigkeit von politischen Instanzen und Festlegung auf das alleinige Ziel der Preisniveaustabilität, ist gegeben. Auch wenn die inzwischen konzipierte Strategie und das geplante Instrumentarium (Europäisches Währungsinstitut (1997)) die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank untermauern, kann die Reputation letztlich erst durch die tatsächlich durchgeführte Geldpolitik erworben werden.

Der andere Nutzenfaktor, die Effizienz der Geldpolitik, hängt essentiell von der Stabilität der Geldnachfrage im erweiterten Währungsraum ab. Vergleichende Studien zeigen, daß die Geldnachfrage in zahlreichen EU-Mitgliedsländern instabil ist, während sie in anderen Ländern, vor allem in Deutschland, stabil ist (Fase (1994)). Studien mit aggregierten Daten mehrerer EU-Länder deuten darauf hin, daß die Geldnachfrage auf europäischer Ebene sowohl mit engen als auch mit breiten Geldmengenabgrenzungen stabil ist.⁸ Außerdem erscheint die Anpassung der europäischen Geldnachfrage an ihr langfristiges Gleichgewicht wesentlich schneller zu erfolgen als in den Einzelstaaten.

Allerdings läßt sich aus den vergangenen Beobachtungen keine Garantie dafür herleiten, daß mit der Einführung der EWU die gleichen monetären Verhaltensmuster beibehalten werden (Giovannini (1991)). Zudem konnte kein Zusammenhang zwischen der Größe eines Währungsraums und der Stabilität der Geldnachfrage gefunden werden (Arnold (1994)).

Die Effizienz der Geldpolitik wird weiterhin dadurch beeinträchtigt, daß in den Teilnehmerländern unterschiedliche Strukturen auf den Finanz- und Arbeitsmärkten vorherrschen. In Abhängigkeit von der Struktur des Bankensystems, den Finanzierungsgewohnheiten der Haushalte und Unternehmen sowie der Struktur des privaten Vermögens und der Verschuldung

⁷ Nach einer in der Zeitschrift „*Central Banking*“ (1996) erschienenen Studie werden Länder wie Frankreich, Italien und Großbritannien stark begünstigt, während Schweden, Deutschland und Spanien Verluste in Milliardenhöhe (US-Dollar) hinnehmen müssen.

⁸ Vgl. u.a. *Kremers/Lane* (1990 und 1992), *Giovannini* (1991), *Artis/Bladen-Hovell/Zhang* (1993) und *Monticelli* (1996). Eine kurze Übersicht liefert *Falk/Funke* (1995).

divergiert die Transmission geldpolitischer Impulse (Gruber/Ohr (1996)). Asymmetrische Strukturen auf den nationalen Arbeitsmärkten wie das Vorhandensein von Nominallohn- oder Reallohnrigidität führen ebenfalls zu unterschiedlichen Wirkungen der Geldpolitik (Daseking (1996)).

Bei Abwägung aller Kosten und Nutzen auf der Makroebene stellt sich folgendes Ergebnis ein: Der Verlust des Wechselkurses als Anpassungsinstrument und der Wegfall der Möglichkeit zur Erzielung autonomer Seigniorage-Einnahmen stellen im Zusammenhang mit der EWU keine gewichtigen Kostenfaktoren dar. Auf der Nutzenseite bleibt zumindest Unsicherheit in bezug auf eine effizientere Geldpolitik.

Von Bedeutung in einem Kosten-Nutzen-Kalkül ist dagegen die Abwägung zwischen dem Wegfall der geldpolitischen Autonomie und der Schaffung von Glaubwürdigkeit. Die Konsequenz aus dem Vorhandensein unterschiedlicher Präferenzen spiegelt sich in der Krönungstheorie wider. Diese fordert, daß die EWU nur solche Länder umfassen soll, deren Strukturen und Präferenzen wenig divergieren. Dem steht das Argument des Glaubwürdigkeitsgewinns gegenüber. Es fordert, daß sich auch heterogene Länder zu einer Währungsunion zusammenschließen sollten, wenn ein stabilitätsgerechter Rahmen gewährleistet ist. In diesem Fall wird davon ausgegangen, daß sich die Kosten der Anpassung an niedrige Inflationsraten verringern lassen.

3. *Bewertungsprobleme*

Die Theorie der optimalen Währungsräume macht nicht deutlich, aus welcher Perspektive ein Währungsraum beurteilt wird. Bereits Mundell (1961) gibt in seinem Modell keine Antwort auf die Frage, ob es für die beiden betrachteten Länder vorteilhaft ist, eine Währungsunion zu bilden, oder ob es für das einzelne Land vorteilhaft ist, einer Währungsunion beizutreten. Bei der Bewertung der Kosten und Nutzen einer Währungsunion ist die Sichtweise aber von entscheidender Bedeutung.⁹

Generell läßt sich eine Währungsunion aus der Gesamtperspektive aller Länder oder aus der Perspektive eines einzelnen Landes beurteilen. Bei der EWU ist es zweckmäßig, eine Beurteilung aus dreierlei Perspektiven vorzunehmen: Erstens aus der Sicht der Hartwährungsländer, zweitens aus der Sicht der Weichwährungsländer und drittens aus der Sicht aller EWU-Mitgliedsländer.

⁹ Ansätze einer Problematisierung finden sich in *Grubel* (1970), *Revelas* (1980) und *Melitz* (1995).

Wird diese Betrachtungsweise in das zuvor aufgezeigte Kosten-Nutzen-Kalkül eingebracht, wird eine eindeutigere Beurteilung des Konfliktes zwischen heterogenen Präferenzen und Glaubwürdigkeit möglich. Aus der Sicht eines Hartwährungslandes ist die Schaffung von Glaubwürdigkeit nutzlos, weil es bereits über genügend Glaubwürdigkeit verfügt. Für dieses Land überwiegen die Risiken heterogener Präferenzen in einem vergrößerten Währungsraum. Das Land präferiert demzufolge allenfalls eine Kernwährungsunion.

Aus der Sicht eines Weichwährungslandes liegt die umgekehrte Situation vor. Weichwährungsländer profitieren von der Glaubwürdigkeit in Form von niedrigeren Zinsen. Sie plädieren daher für eine große EWU (Vinals (1996)).

Für die Gesamtheit der EWU-Mitgliedsländer dominiert der Nutzen die Kosten, wenn niedrige Inflationsraten realisiert werden (Glaubwürdigkeitsgewinn bei gleichzeitig geringen Kosten für die Hartwährungsländer) und der Arbeitsmarkt soviel Flexibilität gewinnt, daß die Beschäftigungsprobleme verringert werden.

Eine weiterer Mangel der Theorie ist ihre statische Konzeption. Damit bleiben die Übergangsprobleme bei der Schaffung der EWU ausgeklammert.

IV. Politische Realität der Europäischen Währungsunion

Nach der Darstellung der Theorie der optimalen Währungsräume bleibt zu untersuchen, inwieweit die Ansätze in der politischen Diskussion berücksichtigt worden sind. Das Ergebnis des politischen Entscheidungsprozesses sind die Konvergenzkriterien des Vertrags von Maastricht. Diese Kriterien dienen dazu, diejenigen EU-Länder herauszufiltern, die in die EWU aufgenommen werden können.

1. Konvergenzkriterien

Bekanntlich sollen die Länder bei ihrem Eintritt in die EWU folgende Kriterien erfüllen:

- Die Inflationsrate darf um nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte über der Inflationsrate jener höchstens drei Mitgliedsländer liegen, die auf dem Gebiet der Preisstabilität das beste Ergebnis erzielt haben.
- Die öffentlichen Budgetdefizite aller Gebietskörperschaften einschließlich der Sozialversicherungen dürfen höchstens drei Prozent des Bruttoinlandsprodukts betragen.

- Die Staatsverschuldung soll 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts nicht überschreiten.
- Der Wechselkurs der Landeswährung muß sich seit mindestens zwei Jahren ohne starke Spannungen innerhalb der Bandbreiten des EWS bewegt haben, und die Währung darf in dieser Zeit nicht auf eigene Initiative gegenüber einer anderen Mitgliedswährung abgewertet worden sein.
- Der Nominalzins für langfristige staatliche Wertpapiere darf um nicht mehr als 2 Prozentpunkte über dem entsprechenden Satz in jenen höchstens drei Mitgliedsländern liegen, die auf dem Gebiet der Preisstabilität das beste Ergebnis erreicht haben.

2. *Ökonomische Relevanz der Konvergenzkriterien*

Die ökonomisch bedeutsamsten Kriterien sind das Inflations-, das Defizit- und das Staatsschuldskriterium. Alle drei dienen dazu zu zeigen, daß die Länder bereit sind, sich stabilitätspolitischen Maßstäben unterzuordnen.

Am deutlichsten kommt dies beim Inflationskriterium zum Ausdruck. Beim Defizit- und Staatsschuldskriterium soll vermieden werden, daß die Europäische Zentralbank seitens der Regierungen unter Druck gerät, die Finanzierung der Staatsfinanzen durch eine inflationäre Politik zu erleichtern.

Die größte Schwäche bei den Kriterien ist, daß sie nur bis zum Eintritt gelten. Nach den Vereinbarungen von Dublin wird zwar versucht, eine dauerhafte Einhaltung der Fiskalkriterien zu erreichen. Allerdings sind die hierfür vorgesehenen Sanktionsmechanismen unzureichend. Sobald ein Land der EWU beigetreten ist, kann es somit wieder seine vorherige Defizit- und Staatsschuldenpolitik aufnehmen. In bezug auf die Geldpolitik besteht die Möglichkeit, gemeinsam mit anderen Ländern eine Mehrheit für eine weniger stabilitätsorientierte Geldpolitik zu finden.

Aus der Sicht der Theorie optimaler Währungsräume ergeben sich unterschiedliche Bewertungen der Konvergenzkriterien. Aus der traditionellen Theorie läßt sich keine Forderung nach diesem Kriterium ableiten. Von Bedeutung in der traditionellen Theorie sind flexible Arbeitsmarkt- und Gütermarktstrukturen. Gleiche Inflationsraten sind weder eine notwendige noch eine hinreichende Bedingung für derartige Strukturen.

Mit der neueren Theorie läßt sich dagegen eine Forderung nach den Konvergenzkriterien begründen. Um den Verlust aus der geldpolitischen Autonomie so gering wie möglich zu halten, verlangen die Hartwährungsländer eine Anpassung an ihre niedrigen Inflationspräferenzen. Die Konvergenzkri-

terien leisten dies allerdings nur bedingt, weil sie nur bis zum Eintritt in die EWU gelten.

Andererseits besagt die neuere Theorie, daß die Kriterien in bezug auf die Schaffung von Glaubwürdigkeit nicht nur überflüssig, sondern sogar hinderlich sind. So ist es für ein Weichwährungsland günstiger, die Inflationsrate innerhalb einer EWU mit glaubwürdiger Zentralbank abzubauen, als dies mit einer autonomen Geldpolitik zu versuchen. Auch lassen sich die Staatsfinanzen von Weichwährungsländern nach dem Beitritt in eine EWU aufgrund des Zinssenkungseffekts leichter konsolidieren (De Grauwe (1996)).

Die Beurteilung der Konvergenzkriterien im Lichte der Theorie optimaler Währungsräume macht deutlich, daß diese nur aus der Interessenlage der Hartwährungsländer eingeführt worden sind. Die konsequente Zugrundelegung der Kriterien impliziert damit eindeutig die Schaffung einer Kernwährungsunion.

V. Fazit

Die Kosten und der Nutzen der EWU sind für jedes Land unterschiedlich in Abhängigkeit von der Ausgangslage und den wirtschaftspolitischen Präferenzen. Für Hartwährungsländer stellt die Kernwährungsunion die vorteilhaftere Lösung dar, während Weichwährungsländer die Gesamtunion bevorzugen. Die Gesamtunion kann insgesamt nur dann von Vorteil sein, wenn die Weichwährungsländer den Glaubwürdigkeitsimport nutzen, um makroökonomische Stabilität zu erlangen. Auf keinen Fall darf die damit verbundene Zinssenkung genutzt werden, um Defizite und Staatsschulden zu erhöhen. Insofern sind die Fiskalkriterien zwar nach Errichtung der Währungsunion erforderlich, aber als Voraussetzung für den Eintritt erlauben sie nur die Schaffung einer Kernwährungsunion.

Damit besteht in den politischen Aussagen das Paradoxon, auf der Erfüllung der Kriterien zu bestehen und gleichzeitig möglichst viele Länder von Anfang an in die EWU zu integrieren. Daran läßt sich erkennen, daß bei der Konzipierung der Konvergenzkriterien die Theorie optimaler Währungsräume keine Rolle gespielt hat.

Für den langfristigen Erfolg der EWU ist entscheidend, daß die nationalen Interessen im Bereich der Geld- und Fiskalpolitik dauerhaft den Gesamtinteressen untergeordnet werden. Historisch gesehen, haben Währungsunionen zwischen politisch unabhängigen Ländern allerdings keinen langfristigen Bestand gehabt, weil gegen die gemeinsamen Vereinbarungen verstoßen worden ist (Theurl (1992)). Auf die EWU übertragen heißt dies,

daß ihr Erfolg am ehesten in einer politischen Union in Europa gesichert werden kann.

Literatur

Arnold, Ivo J. M. (1994): The Myth of a Stable European Money Demand. In: *Open Economies Review*, Bd. 5, S. 249 - 259. – *Artis, Michael, Robin Bladen-Hovell und Wenda Zhang* (1993): A European Money Demand Function. In: *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*. Hrsg. Paul Masson und Mark Taylor, Cambridge und New York, S. 240 - 263. – *Aschinger, Gerhard* (1993): Die Theorie optimaler Währungsgebiete und die europäische monetäre Integration. In: *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*, 38. Jahr, S. 9 - 28. – *Baltensperger, Ernst* (1996): Die Europäische Währungsunion und ihre Bedeutung aus der Perspektive der Schweiz. In: *Aussenwirtschaft*, 51. Jahrgang, Heft II, S. 197 - 221. – *Baldwin, Richard* (1989): The Growth Effects of 1992. In: *Economic Policy*, Bd. 11, S. 248 - 281. – *Bayoumi, Tamin und Barry Eichengreen* (1993): Shocking Aspects of European Monetary Integration. In: *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*. Hrsg. Francisco Torres und Francesco Giavazzi, Cambridge University Press, S. 193 - 240. – *Bofinger, Peter* (1994): Europa: Ein optimaler Währungsraum? In: *Europäische Integrationsprobleme aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht*. Hrsg. Bernhard Gahlen, Helmut Hesse und Hans Jürgen Ramser, Tübingen, S. 125 - 152. – *Brainard, William* (1967): Uncertainty and the Effectiveness of Policy. In: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 57, S. 411 - 425. – *Canzoneri, Matthew B. und Carol Ann Rogers* (1990): Is the European Community an Optimal Currency Area? Optimal Taxation Versus the Costs of Multiple Currencies. In: *American Economic Review*, Vol. 80, Nr. 3, S. 419 - 433. – *Casella, Alessandra* (1992): Participation in a Currency Union. In: *American Economic Review*, Vol. 82, Nr. 4, S. 847 - 863. – *Central Banking* (1996): The Winners and Losers from EMU. Bd. 7, 1996/97, S. 6 - 10. – *Daseking, Christina* (1996): Stabilization Policy in a Currency Area and the Impact of Wage Rigidities. In: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, Bd. 215, Heft 2, S. 171 - 187. – *De Grauwe, Paul* (1994): *The Economics of Monetary Integration*, 2. Auflage. Oxford University Press. – *De Grauwe, Paul* (1996): The Economics of Convergence: Towards Monetary Union in Europe. In: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 132, Heft 1, S. 1 - 27. – *De Grauwe, Paul und Wim Vanhaverbeke* (1993): Is Europe an Optimal Currency Area? Evidence from Regional Data. In: *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*. Hrsg. Paul Masson und Mark Taylor, Cambridge und New York, S. 111 - 129. – *De Nardis, Sergio, Alessandro Goglio und Marco Malgarini* (1996): Regional Specialization and Shocks in Europe: Some Evidence from Regional Data. In: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 132, Heft 2, S. 197 - 214. – *Eichengreen, Barry* (1992): Is Europe an Optimum Currency Area? In: *The European Community after 1992: Perspectives from the Outside*. Hrsg. Silvio Borner und Herbert Grubel, Basingstoke, S. 138 - 161. – *Eichengreen, Barry* (1993): Labor Markets and European monetary unification. In: *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*. Hrsg. Paul Masson und Mark Taylor, Cambridge und New York, S. 130 - 162. – *Europäisches Währungsinstitut* (1997): *The Single Monetary Policy in Stage Three: Specification of the operational framework*.

Januar. – *Falk, Martin* und *Norbert Funke* (1995): The Stability of Money Demand in Germany and in the EMS: Impact of German Unification. In: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 131, Heft 3, S. 470 - 488. – *Fase, M. M. G.* (1994): In Search for Stability: An Empirical Appraisal of the Demand for Money in the G7 and EC Countries. In: *De Economist*, Bd. 142, Heft 4, S. 421 - 454. – *Giavazzi, Francesco* und *Marco Pagano* (1988): The Advantage of Tying One's Hands. In: *European Economic Review*, Vol. 32, S. 1055 - 1082. – *Giovannini, Alberto* (1991): Money Demand and Monetary Control in an Integrated European Economy. In: *European Economy* Nr. 44, The Economics of EMU, S. 93 - 106. – *Gros, Daniel* (1996): A Reconsideration of the Cost of EMU. In: *EUI Working Paper* No. 96/15. – *Grubel, Herbert G.* (1970): The Theory of Optimum Currency Areas. In: *The Canadian Journal of Economics*, Bd. 3, S. 318 - 324. – *Gruber, Torsten* und *Renate Ohr* (1996): Einheitliche europäische Geldpolitik bei unterschiedlichen Finanzstrukturen. In: *Wirtschaftsdienst*, 76. Jahrgang, Heft 12, S. 646 - 650. – *Ishiyama, Yoshihide* (1975): The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey. In: *IMF Staff Papers*, Vol. 22, S. 344 - 383. – *Kenen, Peter B.* (1969): The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In: *Monetary Problems of the International Economy*. Hrsg. Robert Mundell und A. Swoboda, Chicago, S. 41 - 60. – *Kommission der Europäischen Gemeinschaft* (1990): Ein Markt, eine Währung. In: *Europäische Wirtschaft* Nr. 44. – *Kremers, Jeroen* und *Timothy Lane* (1990): Economic and Monetary Integration and the Aggregate Demand for Money in the EMS. In: *IMF Staff Papers*, Vol. 37, S. 777 - 805. – *Kremers, Jeroen* und *Timothy Lane* (1992): The Demand for Money in Europe: Reply to Barr. In: *IMF Staff Papers*, Vol. 39, S. 730 - 737. – *McKinnon, Ronald* (1963): Optimum Currency Areas. In: *American Economic Review*, Vol. 53, S. 717 - 725. – *Masson, Paul R.* und *Mark P. Taylor* (1993): Currency unions: A Survey of the Issues. In: *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*. Hrsg. Paul Masson und Mark Taylor, Cambridge und New York, S. 3 - 51. – *Melitz, Jacques* (1995): The Current Impasse in Research on Optimum Currency Areas. In: *European Economic Review*, Vol. 39, S. 492 - 500. – *Menkhoff, Lukas* und *Friedrich Sell* (1992): Überlegungen zu einem optimalen DM-Währungsraum. In: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Bd. 112, S. 379 - 400. – *Monticelli, Carlo* (1996): EU-Wide Money and Cross-Border Holdings. In: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 132, Heft 2, S. 215 - 235. – *Mundell, Robert* (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. In: *American Economic Review*, Vol. 51, S. 657 - 665. – *Revelas, Kyriakos* (1980): Optimale Währungsräume und Währungsunionen. Berlin: Duncker & Humblot. – *Tavlas, George S.* (1993): The 'New' Theory of Optimum Currency Areas. In: *The World Economy*, Vol. 16, No. 6, S. 663 - 685. – *Theurl, Theresia* (1992): Eine gemeinsame Währung für Europa. 12 Lehren aus der Geschichte. Innsbruck. – *Vaubel, Roland* (1976): Real Exchange-Rate Changes in the European Community: The Empirical Evidence and its Implications for European Currency Unification. In: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 112, Heft 3, S. 429 - 470. – *Vaubel, Roland* (1978): Real Exchange-Rate Changes in the European Community. In: *Journal of International Economics*, Vol. 8, S. 319 - 339. – *Vaubel, Roland* (1988): Monetary Integration Theory. In: *International Economics*. Hrsg. R. Millward, M. T. Sumner und G. Zis, S. 223 - 261. – *Vinals, Jose* (1996): European monetary integration: A narrow or a wide EMU? In: *European Economic Review*, Vol. 40, S. 1103 - 1109. – *von Hagen, Jürgen* und *Manfred J. M. Neumann* (1994): Real Exchange Rate within and

between Currency Areas: How far away is EMU? In: *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 5, Heft 2, S. 236 - 244. – von *Hagen, Jürgen* und *Ralph Süppel* (1994): *Central Bank Constitutions for Federal Monetary Unions*. In: *European Economic Review*, Vol. 38, S. 774 - 782. – *Willms, Manfred* (1991): *Institutional Principles of a European Central Bank*. In: *Central Banking*, Bd. 2, Heft 3, S. 22 - 33. – *Willms, Manfred* (1995): *Internationale Währungspolitik*, 2. Auflage, München: Vahlen. – *Winkler, Bernhard* (1996): *Towards a Strategic View of EMU: A Critical Survey*. In: *Journal of Public Policy*, Vol. 16, Heft 1, S. 1 - 28.

Zusammenfassung

Die Europäische Währungsunion im Lichte der Theorie optimaler Währungsräume

In diesem Beitrag werden traditionelle und neuere Argumente der Theorie optimaler Währungsräume dargestellt und deren Relevanz im Rahmen der EWU diskutiert. Während die traditionelle Theorie kaum noch Bedeutung für die Analyse der EWU besitzt, erweisen sich neuere Kosten-Nutzen-Argumente als aussagefähiger. Auf der Mikroebene überwiegen die Nutzen. Sie bleiben aber absolut relativ gering. Auf der Makroebene hängt eine Beurteilung der EWU im Sinne der neueren Theorie optimaler Währungsräume von der jeweiligen Situation eines Landes ab: Ein Hartwährungsland bevorzugt eine Kernunion, ein Weichwährungsland die Gesamtunion. Die Konvergenzkriterien aus dem Vertrag von Maastricht spiegeln die Interessenlage der Hartwährungsländer wider, indem sie die potentiellen Teilnehmer der EWU zu stabilitätsorientiertem Verhalten zwingen, so daß die Währungsunion von Anfang an einen höheren Grad an Glaubwürdigkeit und Stabilität erlangt.

Assessing the Costs of European Monetary Union

Von Jacques Mélitz, Paris*

Countries joining the prospective European Monetary Union (EMU) will no longer be able to determine their own monetary policy but will share a common one with the rest of the membership. Will the member countries therefore bear a sacrifice? How big will it be? Opinions seem to differ widely on these issues on the two sides of the Atlantic. The popular view in the U.S. is that the loss of monetary independence will be costly. A considerable body of opinion in Europe is skeptical about these costs. A fairly frequent position in Europe can be described to say that while there is a certain probability of costs of a European monetary policy rather than a national one, there is also a significant probability that the common policy will yield benefits. The evidence does not permit deciding which way the balance will tilt. I will underline the reasons for this contrasting European position.

Six basic propositions follow, in terms of which the foregoing European stand can be more easily understood. First, in the case of symmetric shocks, the European Central Bank (ECB) can be expected to provide better monetary policy than the national authorities. Second, if asymmetric shocks reflect currency substitutions between different European moneys, then once again, EMU can be expected to provide better monetary policy than national monetary policy. Based on these first two propositions, monetary policy inside of EMU can be superior than it would be outside of it even if the shocks differ greatly between member countries.

Third, if asymmetric shocks should come from commodity markets, they may be essentially micro-economic in character, and in this case, monetary policy would not be an appropriate response in any event. This next proposition says that certain kinds of asymmetric shocks give no basis for choosing for or against EMU.

The fourth and fifth propositions focus on the kinds of asymmetric shocks that the critics of EMU may properly have in mind: namely, those which stem from commodity markets and are essentially macroeconomic.

* An earlier version of this article appeared in the *Atlantic Economic Journal*, vol. 24, no. 4, December 1996.

In the case of these sorts of shocks, a national central bank would be expected to deliver better monetary policy than the ECB if it engaged in optimal policy. These next two propositions, therefore, simply question optimal policy. Proposition 4 says that the theoretical opportunities for better monetary policy in case of national monetary independence may be impossible to exploit because of information problems. These problems can relate either to the identification of the shocks or the parametric structure of the economy. The fifth proposition says that the national monetary authorities may fail to exploit their opportunities to improve domestic welfare because of mistakes. Both of these next two propositions ought to be understood in the context of uncertainty. They bring into question any effort to rest a judgment about EMU strictly on optimization exercises.

The sixth and last proposition concerns the fact that in many countries, the monetary authorities possess little power to improve real economic performance at home. This next proposition might possibly have been put at the top of the list. By stating it last, I mean to express some general diffidence and to recognize that nearly all countries will occasionally encounter situations where national monetary policy could exert some real influence and prove useful. Nevertheless, it remains true that small, open economies have little ability to affect output and employment through monetary policy on a regular basis. Indeed, some economists believe the same to be true for big, closed economies as well.

These six propositions clearly support a very sceptical attitude about the view that Europeans can expect worse monetary policy from a ECB than from their own national authorities. The propositions pointedly mean that any mere emphasis on asymmetric shocks is a totally inadequate ground for building a case against EMU. Far more detailed analysis is required to seriously question the prospects for equally good or better monetary policy under EMU than at home.

I. Proposition 1:

EMU may deliver better monetary policy in the presence
of symmetric shocks

In the tendency to emphasize asymmetric shocks, many authors seem to forget that so far as shocks are symmetric, union-wide monetary policy and national monetary policy are not equally good but the union-wide policy may generally be better. Given symmetric shocks, independent national monetary authorities may all wish to depreciate their currency relative to one another in order to gain a competitive advantage. Or else they might all wish to appreciate their currency relative to the others in order to

combat inflation. In either case, the competing national authorities will not all succeed. Indeed, standard game theory tells us that the mutually incompatible efforts of different national players to improve their own positions in such cases may yield inferior outcomes for everybody. In the instance of symmetric shocks, therefore, a common monetary policy can improve matters merely by avoiding incompatible attempts to depreciate or appreciate the exchange rate. This advantage of EMU also accrues automatically, that is, without conscious effort. The mere existence of EMU removes potential losses resulting from Nash, non-cooperative behavior.

In European discussion of EMU, the previous argument props up frequently. Concern with competitive devaluations repeatedly comes to the surface in the European Union (EU). Examples arose following the exchange rate crisis of 1992, when the lira, the peseta, and the British pound depreciated greatly and brought some competitive advantages to the depreciating countries. There is also much current discussion of the importance of avoiding competitive devaluations in the initial phase of EMU when there will be both 'ins' and 'outs'. One of the benefits of EMU that its proponents often have in mind is a certain degree of cooperation in the formation of policy. The greater the similarities of the monetary policies that a group of countries wish to pursue independently, the greater the potential for cooperative benefits from a single money and a single policy.¹

II. Proposition 2:

EMU will deliver better monetary policy if asymmetric shocks result from shifts in the demand for money

In the empirical work dealing with the costs of EMU, different sources of shocks are not always distinguished. Bayoumi and Eichengreen (1993) provide an important exception. They insist on the distinction between shocks to the supply and the demand for goods. But, in fact, this distinction does not go nearly far enough. In addition, shocks coming from financial and from goods markets should be clearly separated too. While supply shocks necessarily come from goods markets, demand shocks can stem either from the goods or the financial side: that is, they can either reflect shifts in the IS or the LM curve. In the case of asymmetric shifts in the LM curve resulting from substitutions of one EU money for another, EMU will clearly tend to yield better monetary policy.

¹ This is a general proposition from game theory. See *Oudiz and Sachs* (1983) and *Canzoneri and Henderson* (1991).

Consider the example of a reduction in the demand for money in the UK matched by an increase in the demand for money in Germany, the aggregate demand for money in the EMU staying the same. The shock is asymmetric in every sense. Yet EMU assures better results than independent monetary policy, and does so automatically, that is, independently of any deliberate policy decision. Under EMU, euros will simply flow out of the UK and into Germany without any movement in financial prices. No possible transmission of the impact of the financial shock to goods and factor markets can take place. Under separate national moneys, the same circumstances would tend toward a fall in British interest rates relative to German ones and thus toward a depreciation of the pound relative to the mark. Repercussions could easily follow in commodity and factor markets. In such examples of asymmetric shocks, contrary to the usual presumption, asymmetric shocks argue in favor of EMU.

It is interesting to view the recent history of the EMS in the present light. No one would wish to argue that the crisis in the system of the last third of 1992 stemmed exclusively from financial behavior and had no antecedents in real markets. German unification clearly lay in the background. So did the excessive real value of the lira, which caused major competitive problems for Italian firms. But many of the worse features of 1992 would have been avoided by the mere presence of a single money. There could then not have been the massive increases in interest rates that took place in the EMS outside of Germany and the Netherlands between June 1992 and the approach of the French referendum on the Maastricht Treaty on the 20th of September. These damaging and futile efforts to avoid the ensuing exchange rate crisis would have been ruled out as well as the exchange rate crisis itself.

III. Proposition 3:

The choice between EMU and national monetary policy does not matter in the case of asymmetric shocks of a microeconomic origin

Asymmetric shocks stemming from commodity markets may also be essentially microeconomic in nature. If they are, no macroeconomic policy response would be appropriate. Suppose that an adverse shock hits a section of manufacturing in parts of Europe. If the monetary authorities in the relevant countries induce a depreciation of the exchange rate in order to assist the particular home industry(ies), the associated fall in interest rates could cause overheating in construction, and the attendant rise in the prices of imported raw materials could hurt other sectors, such as transportation

and defense. In these examples, the asymmetric shocks simply offer no useful role for monetary policy.

There have been a number of attempts to decompose output between industrial sectors and then analyze the extent to which the innovations in the growth of the separate sectors are industry-specific or else common to the entire economy of a region, a country, or a group of countries. Such studies invariably find industry-specific shocks to be significant.

Table 1 reproduces the results of a relevant, recent study by Bayoumi and Prasad (1995). The authors divide up output in the U.S. between 8 separate regions (according to the Council of Economic Advisers classification) and between 8 different industries. Next, they employ statistical analysis to distinguish between industry-specific shocks, region-specific shocks, and common shocks to the growth of output in each industry and each region. The industry-specific shocks are those which yield an output movement in a particular industry over all the regions; the region-specific ones are those which cause an output movement in a particular region over all the industries, and the common shocks are those which cause an output movement over all the industries and regions. Bayoumi and Prasad repeat their exercise for the EU. In this case, they decompose the output of 8 separate EU countries between the same 8 industries as before, and they distinguish between movements in the growth of output that are industry-specific, nation-specific, and common over all 8 countries.

The two rows titled “all” provide a bird’s eye view of the results. As can be seen from those couple of rows (one for Europe, one for the U.S.), about a third of the movements in output growth that can be separately assigned to one of the three shocks² are imputable to industry-specific shocks. This is true both for Europe (18/52) and the U.S. (25/73). It is reasonable to regard the industry-specific and the country-specific shocks in Europe as belonging to the asymmetric variety, and to view the industry-specific and region-specific shocks the same way in the U.S. (columns 4 and 5 in both cases). If we do so, we can conclude that about one-half of the asymmetric shocks are basically industry-specific both in Europe (18/34) and the U.S. (25/44). Other studies using similar methods of decomposition yield similar results.³ On this evidence, a good fraction of asymmetric shocks cannot properly be handled through monetary policy.

² Not all of the output movements can be so assigned but some are the result of hybrid shocks.

³ See, for example, *Stockman* (1988) and *Bini-Smaghi and Vori* (1992).

Table 1
**Output diversification and sources of deviation
 from mean growth rates of industries**

EU countries 1970 - 1987	Mean out- put share (sum = 100)	Coeff. of variation of output share	R^2 due to various shocks			
			Common	Industry	EU country or U.S. region	Aggregate
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Primary	.06	.67	0	.31	.08	.26
Constr.	.07	.19	.17	.19	.16	.51
Mftrg.	.28	.22	.38	.15	.19	.71
Transport	.09	.17	.28	.13	.28	.69
Trade	.14	.21	.28	.07	.28	.62
Finance	.14	.32	.34	.07	.15	.56
Services	.09	.48	0	.20	.09	.27
Govt	.13	.20	.21	.32	.02	.55
All	100	-	.19	.18	.16	.52
U.S. regions 1970 - 89						
Primary	.08	.87	0	.39	.17	.43
Constr.	.05	.15	.36	.11	.34	.80
Mftrg.	.21	.28	.67	.24	0	.83
Transport	.09	.11	.45	.31	.06	.81
Trade	.16	.06	.41	.37	.16	.94
Finance	.15	.12	.13	.16	.33	.61
Services	.14	.17	.49	.11	.26	.85
Govt	.12	.14	0	.33	.28	.54
All	100	-	.29	.25	.19	.73

Source: Bayoumi-Prasad (1995). Trade = wholesale + retail trade. EU countries: Austria, Belgium, Denmark, Germany, Greece, Italy, Netherlands, UK. U.S. regions: Mid-East, New Eng., Gr. Lakes, Plains, SE, SW, Rocky Mts, Far West.

Regression equation: $\Delta \ln(\delta y_{i,j,t}) = \psi_t + \alpha_{i,t} + \beta_{j,t} + \varepsilon_{i,j,t}$

$\Delta \ln(\delta y_{i,j,t})$ = Δ of log of output of industry i in region/country j .

ψ_t = coefficients associated with dummy of 1 for all industries and regions/countries in period t .

$\alpha_{i,t}$ = coefficients associated with dummy of 1 for industry i in all regions/countries in period t .

$\beta_{j,t}$ = coefficients associated with dummy of 1 for industries in region/country j in period t .

IV. Proposition 4:

National monetary authorities may be incapable of responding to asymmetric shocks in commodity markets any better than a European central bank because of information problems

Consider next the asymmetric shocks stemming from commodity markets which are essentially macroeconomic. An omniscient and optimizing national central bank with national interests at heart would then serve these interests better than an optimizing European central bank with corresponding, EU-wide interests.⁴ However, central banks are not omniscient: they do not possess perfect information. They have difficulties in identifying shocks and knowing how to respond to them. These uncertainties explain their tendency to rely heavily on intermediate targets such as M_0 , M_1 , M_2 , M_3 , M_4 , or ratios of money to income. The use of these intermediate targets clearly reflects a decision on their part to renounce any attempt to achieve optimal adjustment of policy instruments on a continuous basis. Because of their difficulty in interpreting the news as it comes and responding to each event individually, the central banks pursue general rules. But as a result, formal exercises based on continuous optimization can be misleading. Certain theoretical opportunities to improve national welfare will not be exploited. Simulations of conventional econometric models confirm the importance of the point.

There have been a few interesting attempts to use dynamic simulations of world econometric models in order to discern whether EMU would provide better results for the member countries of the EU than alternative exchange rate regimes, including notably flexible exchange rates. Two good examples are the European Commission (1990, Annex E) and Masson and Symansky (1992). Both introduce a succession of shocks, drawn randomly from the joint distribution of the error terms during the estimation period. In principle, every major kind of shock in the previous discussion crops up. In addition, both simulation exercises suppose that the monetary authorities follow certain fixed rules, in accordance with usual practices. The studies clearly show that for any particular random drawing of shocks, the decision to pursue a specific intermediate target rather than another – be it money growth, total spending, or something else – may considerably alter the welfare implications of any particular monetary regime. In a series of especially wide-ranging experiments, Masson and Symansky show well that either EMU or separate European moneys can yield superior welfare out-

⁴ In saying so, I disregard strategic problems of non-cooperation, which are admittedly of secondary importance in the case of asymmetric shocks.

comes depending on the combination of the shocks and the official intermediate target.

There is one important added reason for attaching a lot of significance to this last point which does not emerge from the previous studies and concerns the fact that all analyses of monetary policy in an open economy (including the preceding ones) rest on the adoption of some specific theory of the exchange rate. Apart from the presence of instability or multiple equilibria, our analyses always suppose that a specific exchange rate follows from any given set of conditions. Yet all of our exchange rate theories yield poor empirical results – particularly over limited horizons. As is well known, the hypothesis of a random walk explains exchange rates better than any economic model over the short and medium-term (see Meese (1990)). This lends special force to proposition 4. If exchange rate behavior is difficult to predict, it is all the more likely that national monetary authorities will often be unable to exploit the hypothetical opportunities for better national monetary policy that our theoretical models cast up.

V. Proposition 5:

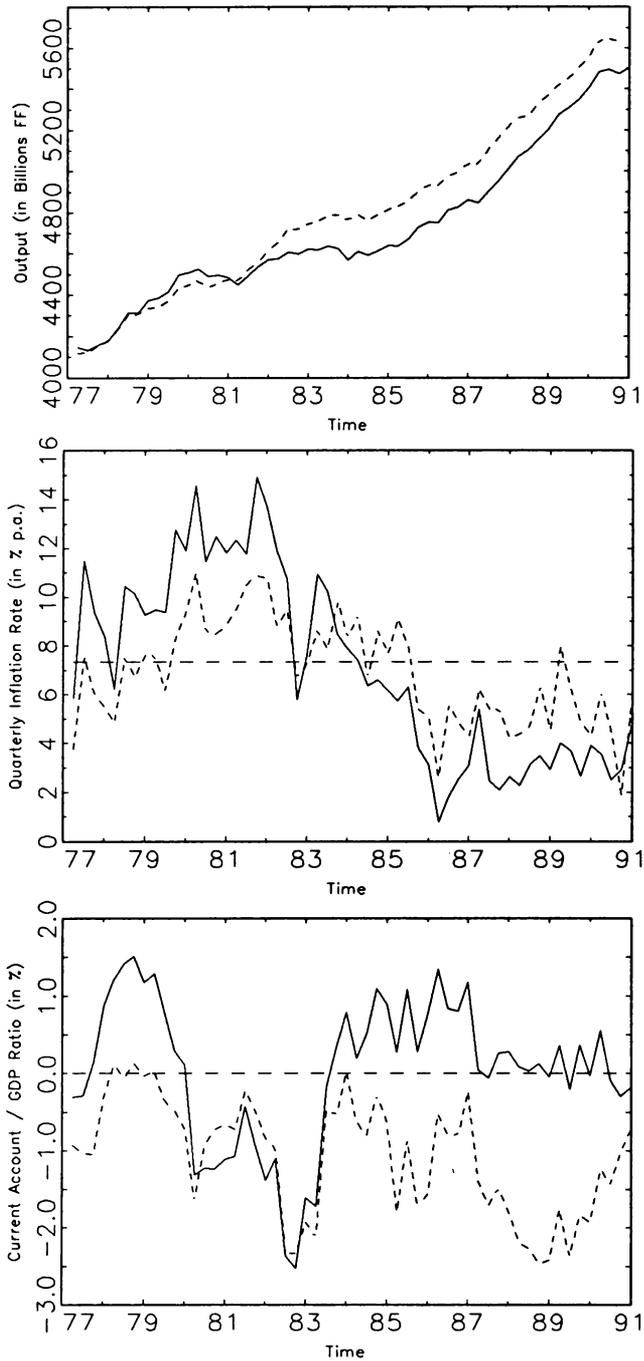
National monetary authorities may fail to respond any better
to asymmetric shocks in commodity markets than
a European central bank because of mistakes

There is another difficulty with drawing strong conclusions about differences in the quality of monetary policy under EMU or national monetary independence: monetary authorities make mistakes. For this reason as well, even if asymmetric shocks in commodity markets provide opportunities for better monetary policy at home than at the EU level, those opportunities will not necessarily be seized.

Historical studies of monetary policy often assign importance to policy errors. For example, it is widely believed that many countries in the West pursued excessively expansionary monetary policy following the first oil shock in 1973 - 74. In addition, policymakers themselves sometimes recognize mistakes. In all cases of sharp shifts in monetary policy, it is wise to allow for the possibility of serious monetary-policy errors either before or after the change. *Figure 1* provides an example concerning France.

France had a fairly loose monetary policy in the late seventies, lasting through the early phase of the EMS in 1979 - 83. But subsequently, the country gradually moved towards the adoption of the policy of the franc fort, and the switch became complete around 1987. Since January of that year, the central parity of the franc relative to the mark has never been

Figure 1
 Actual and counterfactual economic variables under German dominance in monetary policy-making
 (French Quarterly Data, 1977.I - 1990.IV)



Key to symbols: — Actual, - - - Simulation. — Note: Output is in constant 1985 francs. Source: Méltitz and Weber (1996).

adjusted downward in the EMS. After the speculative attack of August 1993, when the EMS margins were widened from 2.25 % to 15 %, the franc dropped below the previous January-1987 floor and has done so several times since. But even since then, the drops below the earlier bands have never gone far and the currency has always subsequently returned within those bands.

The study from which figure 1 is drawn (Mélitz and Weber (1996)) rests on the method of structural vector autoregression. Economic theory served in a vector autoregression to introduce restrictions on the data permitting the identification of a number of structural shocks, including ones to the money supply. This was done for both Germany and France. Following the identification of the shocks, the study considered the hypothesis of a joint monetary policy in both countries by examining the possibility of a common set of money-supply shocks. The figure shows the outcome for France when Germany decides joint policy, and therefore France experiences the German monetary surprises.

As can be seen (top panel), French output grows faster. Essentially the country avoids the cyclical up and down in economic activity that followed the second oil shock and stays on a higher growth path after 1983. Inflation, in turn (middle panel), also diminishes sizeably over 1977 - 83. But with the hardening of the policy of the franc fort, the inflationary advantage of German monetary policy disappears and from this point onward inflation becomes higher in France than what the country actually experienced. There is also a higher deficit in the current account (bottom panel) over the period as a whole, which can best be interpreted as the result of the stronger franc that would have followed from the steadier German monetary policy. If we summarize the changes in the figure in terms of annual averages, they translate into an additional 0.22 of 1 % growth, a reduction of 0.20 of 1 % in inflation, and an increase of 1.1 % in current account deficits relative to output. The additional 0.22 of 1 % growth would easily have financed the interest on the extra 1.1 % of foreign debt (relative to output), and the change looks beneficial on the whole. All things considered, therefore, France would have gained from German monetary policy.

While these results go against the grain of the tendency to suppose that a country necessarily does better by pursuing its own monetary policy (which we have already seen ample reason to question independently), there is nothing really surprising about the results. French monetary policy made an about-face during the period while German monetary policy remained extremely steady. Thus, the finding can simply be interpreted to mean that the expansionary monetary policy in France preceding the franc fort was a mistake. We see here another kind of example of the precariousness of the appeal to optimal policy in discussing EMU.

VI. Proposition 6:

National monetary authorities may lack the ability
to affect output and employment

Any small, highly specialized region will have a high ratio of asymmetric shocks in relation to the larger, integrated economic area to which it belongs. Should every specialized region therefore have its own money? Evidently not. Being highly open, small and highly specialized regions of a country will also tend to be price takers. No sooner would they alter their exchange rate than money wages and prices would adjust. Therefore their relative prices, output and employment would be little affected.

Despite the manifest importance of this last point, the unhappy experience of several American states at various junctures in the 1980s and 1990s has been repeatedly cited to Europeans as a warning against the dangers of EMU. The case of Massachusetts in the late eighties and early nineties has cropped up especially often (see, for example, Feldstein (1992) and Krugman (1993)). This state bore a whole series of adverse shocks after a boom in the early eighties. But would Massachusetts have fared any better with its own money? Based on the previous reasoning, had Massachusetts introduced a separate currency and consequently devalued, money prices of the state's imports would have risen, causing money wages to go up, and any reduction in relative prices of Massachusetts goods and real product wages of Massachusetts workers would have been short-lived. Even if the state had been able to gain some temporary advantage through devaluation by creating a surprise, contracts would have subsequently adjusted, indexation would have risen, and the state would have been unable to repeat the operation once again for a considerable time. Which lesson shall Europe therefore learn from Massachusetts: that big, adverse shocks may hit a section of an integrated, larger economic area, or that independent monetary policy may remain pretty useless for the section nevertheless?

Table 2 provides some evidence that the second lesson – that monetary policy may be useless regardless of the shocks – is perhaps the more important one of the two. The table concerns the Netherlands – a very open country somewhat bigger than Massachusetts but still pretty small. The study on which the table rests treats the big-country members of the EU as well. But the less controversial Dutch example will do in order to convey the basic point. Few observers would contest the view that the Netherlands is too open a country to be able to use monetary policy in an opportunistic fashion on a regular basis. That is precisely what the study shows.

In the test underlying *table 2* (as in the previous one in *figure 1*), the method of investigation is structural vector autoregression. Based on this

Table 2

Decomposition of forecast errors

	Absorption	Net foreign demand	Supply	Relative velocity	Import-price of raw materials
Netherlands					
Output: 6 quarters	1	3	87	3	7
30 quarters	1	4	90	3	2
Net exports: 6 quarters	77	9	7	0.4	7
30 quarters	88	2	4	0.1	7
Inflation: 6 quarters	19	5	2	68	6
30 quarters	20	6	2	66	6

Source: Erkel-Rousse and Mélitz (1996).

method, the relevant study decomposed Dutch innovations in output, inflation, the current account, the real exchange rate and the import-price of raw materials into five structural shocks: namely, shocks to supply, absorption, net foreign demand, the import-price of raw materials and the velocity of home relative to foreign money. The relative-velocity shock is the focus of attention here. A positive value of this shock corresponds to an excess demand for foreign money relative to the excess demand for home money. Thus it corresponds to a depreciation of the (effective nominal exchange rate of the) Dutch guilder. While positive values of the shock need not stem from Dutch monetary policy, they could originate from this source. Hence, a study of the impulse responses to the relative-velocity shocks in the Netherlands permits inferences about the impact of Dutch monetary-policy surprises.

As can be seen from the last column of the table, relative-velocity shocks contribute almost nothing to the explanation of innovations in output or the current account balance in the Netherlands (3 % or 0.4 % on a 6-quarter horizon). On the other hand, they represent the outstanding source of innovations in inflation (68 % of them on a 6-quarter horizon) in the country. The latter is extremely important since it shows that the shocks did play an important role. The study therefore would imply that the Netherlands is essentially in the same position as Massachusetts: that of a region without much interest in independent monetary policy.

VII. Conclusion

There has been no effort in these pages to argue that the EU is an optimum currency area. Nor has there been an attempt to argue that asymmetric shocks are unimportant in the EU. Quite the contrary, the EU has been hit by many sizeable asymmetric shocks in the recent past, including German unification, the Finnish exit from the Soviet Union, the especially early onset of the 1991 - 93 European recession in the United Kingdom, and the differential impact of the 1979 - 80 oil shock on the Netherlands and the United Kingdom in relation to the rest of the EU. In light of these events, it would probably be overly sanguine to argue that asymmetric shocks will become less important in the EU in the future.

The argument has also not been that the exchange-rate instrument is generally useless in Europe. Evidence of the low value of the exchange-rate instrument was provided for the Netherlands. But even in the case of the Netherlands, the basic point was not to expect important real effects of independent monetary policy on a regular basis. There might still be exceptional circumstances where the Netherlands would profit from a once-and-for-all devaluation.

Finally, a significant class of criticisms of EMU has been totally neglected. The critics of EMU often maintain that the European Union possesses relatively few mechanisms of adjustment to shocks, and on this ground as well, would suffer from giving up independent monetary policy. The two most oft-cited missing mechanisms of adjustment in Europe are geographical labor mobility and fiscal federalism (at the EU-wide level). Nothing has been said on these important topics as well.

The whole burden of the argument has been that the heavy significance of asymmetric shocks is insufficient evidence against EMU. That evidence is fully consistent with the view that the member countries of the EU would obtain better monetary policy from a European central bank than from its own monetary authorities. Many factors were adduced in favor of this view together with supporting evidence. Any serious effort to question the welfare merits of EMU must carry the analysis much further than mere contemplation of the importance of asymmetric shocks relative to symmetric ones.

Among other neglected considerations, the microeconomic benefits of a single money should be mentioned. In this connection, I would like to recall John Stuart Mill's lament (1848, Book III, ch. XX) about "the barbarism of most civilised nations who assert their nationality by having, to their own inconvenience and that of their neighbours, a peculiar currency of their own".

References

Bayoumi, Tamim and Barry *Eichengreen* (1993): Shocking Aspects of European Monetary Union, in Francisco Torres and Francesco Giavazzi, eds. Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge University Press, pp. 193 - 229. – *Bayoumi*, Tamim and Paul *Masson* (1995): Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe, *European Economic Review*, 39, 2, February, pp. 253 - 74. – *Bayoumi*, Tamim and Eswar *Prasad* (1995): Currency Unions, Economic Fluctuations and Adjustments: Some Empirical Evidence, CEPR Working Paper no. 1172, May 1995. – *Bini-Smaghi*, Lorenzo and Silvia *Vori* (1992): Rating the EC as an Optimum Currency Area: Is it Worse than the U.S.? Banca d'Italia, mimeo. – *Canzoneri*, Matthew and Dale *Henderson* (1991): Monetary Policies in Interdependent Economies: A Game-Theoretic Approach, Cambridge, Ma.: MIT Press. – *Erkel-Rousse*, Hélène and Jacques *Mélitz* (1996): New Empirical Evidence on the Costs of European Monetary Union, in Sylvester Eijffinger and Harry Huizinga, eds. Positive Political Economy: Theory and Evidence, Cambridge University Press, (also CEPR Working Paper no. 1169, May 1995). – *European Commission* (1990): One Market, One Money, *European Economy*, no. 44. – *Feldstein*, Martin (1992): The Case Against EMU, *The Economist*, June 13. – *Krugman*, Paul (1993): Lessons of Massachusetts for EMU, in Francisco Torres and Francesco Giavazzi, eds. Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge University Press, pp. 241 - 61. – *Masson*, Paul and Steve *Symansky* (1992): Evaluating the EMS and EMU Using Stochastic Simulations: Some Issues, in Ray Barrell and John Whitley, eds., *Macroeconomic Policy Coordination in Europe*, London: NIESR, ch. 1. – *Meese*, Richard (1990): Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era, *Journal of Economic Perspectives*, 4, 1, Winter, pp. 117 - 34. – *Mélitz*, Jacques and Axel *Weber* (1996): The Costs/Benefits of a Common Monetary Policy in France and Germany and Possible Lessons for Monetary Union, CEPR Discussion Paper no. 1374, April. – *Mill*, John Stuart (1909): Principles of Political Economy, first ed. 1848, W. J. Ashley ed. – *Oudiz*, Gilles and Jeffrey *Sachs* (1984) *Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Economies*, Brookings Papers on Economic Activity, no. 1, pp. 1 - 64. – *Stockman*, Alan (1988): Sectoral and National Aggregate Disturbances to Industrial Output in Seven European Countries, *Journal of Monetary Economics*, 21, 2/3, March/May, pp. 343 - 60.

Summary

Assessing the Costs of European Monetary Union

Much has been made of the importance of asymmetric shocks in arguing against European Monetary Union (EMU). But such shocks are entirely consistent with better monetary policy under EMU. A single money represents the perfect answer to asymmetric shocks stemming from currency substitution. In addition, many asymmetric shocks cannot properly be handled through monetary policy; others will not be so because of information problems; still others because of policy mistakes. Some strategic factors also favor EMU if shocks are symmetric. Finally, doubts

about the effectiveness of monetary policy in Europe should be kept in mind. On these numerous grounds, little weight can be assigned to criticisms of EMU based on mere asymmetry in the shocks.

What Kind of Exchange Rate System between the Countries Participating in EMU and the other European Countries?

By Patrick Artus

Introduction

If European monetary unification is achieved on 1 January 1999, a number of European countries will not join at this date, as they have made insufficient progress in the convergence process of cutting public deficits, etc. As regards some of them (Spain, Portugal, Italy, if they are not included in the first premier group of countries) membership in EMU will be swiftly gained, and there is no longer a major structural gap with the core countries of the union (France, Germany, etc.). Major structural differences subsist in other cases (countries of Central Europe in particular), for instance between the pace at which inflation rises, because of the scrapping of subsidies, difficulties in controlling monetary creation, etc. The question we look into is that of *the organisation of the exchange rate system* between member countries of EMU (the “euro zone”) and the other European countries.

Various goals can be pursued. Firstly, the system has to be credible, i.e. avoid speculative crises, a factor of volatility in interest rates and exchange rates, of exaggerated depreciation in currencies (as was seen in the EMS crises of 1992 - 93 - 95). The question is of crucial importance especially for countries which have a permanent inflation excess over countries of the euro zone. If they set their nominal exchange rates against the euro, their competitiveness will inevitably deteriorate and this will lead to a traditional balance of payments crisis¹. On the other hand, it also seems that speculative crises could break out on currencies of countries which had no structural competitiveness handicap, either because the crises are self-fulfilling² (i.e. in the aftermath of a crisis, economic policies are changed and this justifies the crisis), or because they generate quite automatically a depreciation in the near term of the currency under attack which speculators can

¹ Blackburn/Sola (1993), Claessens (1991), Obstfeld/Rogoff (1995).

² Artus (1994), Obstfeld (1986).

benefit from³. The optimal exchange rate system should therefore discourage speculative crises, both for countries with an inflationary bias and for the others. Consequently, it appears at first sight desirable on the one hand to prevent sharp deviations in real exchange rates⁴, on the other hand, to avoid systems in which a capital gain can be expected from a speculative attack.

The choice of an exchange rate system depends obviously on the preferences of euro zone countries as well as countries outside the zone. The former normally are characterized by a sharp aversion to inflation. This can create a conflict, since a credible exchange rate mechanism can fail to be acceptable by these countries. In particular, it has been suggested that a fixed parity could be maintained by exchange rate interventions by the European Central Bank (ECB – of the euro zone) and not by interventions by central banks of countries outside the zone. The advantage in terms of credibility is clear: the ECB buys currencies of “out” countries by creating euros, something which can be done without any limit unlike the reverse case where the central bank of the “out” country runs out of exchange reserves. However, to be effective, interventions must be non-sterilized⁵. There is thus monetary creation in the euro zone and an inflationary risk, and that can be rejected by the “in” countries of the euro zone.

Conversely, “out” countries can have an incentive to depreciate their real exchange rate to stimulate their growth⁶, if their aversion for inflation is weak. This therefore leads to the problem of the reaction to (or prevention of) competitive devaluations by such countries, which they might obtain by a very expansionary monetary policy. To avoid this situation, one proposal has been made⁷ according to which sanctions would be introduced, linked, for instance, to the inflation overshoot in relation to a target. Note, that for a competitive devaluation to occur, depreciation of the nominal exchange rate must not be offset by a surge in domestic inflation, or, if there is a move to floating exchange rates, by a subsequent appreciation.

Another point to study is the system’s exchange rate resistance to shocks which might occur, particularly in the euro zone. Anchoring their exchange rate can entail, for countries outside the zone, an undesirable variability⁸ in the interest rate, production and the real exchange rate. In particular, they may refuse the rise in their interest rates made necessary, in fixed

³ Artus (1995).

⁴ Which may suggest the possibility of periodical realignments, see *Obstfeld* (1991).

⁵ *Obstfeld* (1995), *Svensson* (1994).

⁶ As in *Martin* (1995).

⁷ *Persson/Tabellini* (1996).

⁸ As in the “old” EMS, see *Giavazzi/Giovannini* (1989).

exchanges rates, by a possible rise in the rate of the euro⁹. Lastly, one has to look into the advantage that a “nominal anchoring” represents for a country with higher inflation. Can one hope that a fixed nominal exchange rate will enable it to gradually reduce the inflation excess it suffers from? Clearly, if the adjustment lag in its domestic prices is large, the initial competitiveness loss renders the exchange rate system non-credible.

We will therefore seek to shed light hereafter on these various issues by using a theoretical two-country model (EMU and the remainder of Europe) in which we introduce asymmetries (inflation excesses) or shocks (on portfolio choices, monetary policies, etc.); we analyse the effects of these asymmetries or shocks on production, prices, foreign trade in the various exchange rate mechanisms – be they floating, fixed with interventions by the ECB, or fixed with interventions by the central banks of the countries outside EMU.

We will see that one of the hypotheses we have made is important: the country representative of the rest of Europe is *supposed to have external debt, denominated in its own currency*. Some of our conclusions will be linked to this hypothesis, which implies for instance that the current-account balance of the EMU deteriorates in the long term when the external debt of the rest of Europe contracts (since interest payments received by the EMU also fall).

I. Our model

It is a rather conventional model, inspired from the models of balance of payments crises with securities and portfolio choices (see for example Agenor/Bhandari/Flood (1992), Garber/Svensson (1994)). Our time-frame is of a few years; we do not position ourselves either in the extremely near term (where there would be price rigidity), or in the long term (where competitive equilibrium in the goods market would prevail). This explains the modelling choice we have made: the authorities can control both the growth in the domestic component of the supply of currency¹⁰ (monetary financing of the public deficit), which will determine the inflation rate, and the nominal interest rate (intervention rate of the central bank), which will influence portfolio choices and the level of production. Another equivalent interpretation consists in saying that the authorities control interest rates, but not the expansion of domestic credit (which depends on the behaviour of banks, borrowers, etc.). Monetary equilibrium determines inflation and, in the time-frame which interests us, production always results from

⁹ Drazen/Masson (1994), Obstfeld (1994), Ozkan-Sutherland (1994).

¹⁰ to be dropped.

demand. This representation in our eyes seems to match reality in Europe: certain countries have a higher structural inflation than others, something governments (central banks) can seek to offset by raising interest rates. We consider two countries, symbolically named Euroland and Italy. The former country (Euroland) has no structural inflation. *The money supply* is given by:

$$(1) \quad M(t) = C_0 + R(t)$$

where M is the money supply, t time, C_0 (fixed) domestic credit, R exchange reserves.

Italy features structural inflation, with domestic credit growing at rate μ . We therefore have, in Italy:

$$(2) \quad M^*(t) = (\bar{e}C_0) \exp(\mu t) + R^*(t)$$

where \bar{e} is the (benchmark fixed) exchange rate of the lira against the euro (C_0 is in euros).

The variation in net exchange reserves is equal to the net exports from Euroland to Italy, increased by interest payments received on Italy's external debt, and reduced by the increase in this external debt held by residents in Euroland.

We note e the exchange rate (liras against euro, the euro being the currency of Euroland); when e rises, the lira depreciates. In euros, we therefore have:

$$(3) \quad \dot{R}(t) - \frac{\dot{R}^*(t)}{e(t)} = p(t)X(t) - \frac{\dot{e}(t)F(t)}{e(t)} + r^*(t)F(t)$$

We suppose that *Italy has a net external debt* expressed in euros, and *denominated in liras*. As we said in our introduction, this (rational) hypothesis will prove to be important. A dot above a variable represents its derivative with respect to time $\left(\dot{R} = \frac{dR}{dt}\right)$. \dot{R} is in euros, \dot{R}^* in liras, $\frac{\dot{R}^*}{e}$ is therefore in euros. X represents (in volume terms and in euros) the net exports from Euroland to Italy; pX is therefore expressed in value and in euros; r^* is the interest rate on the lira, as Italy's external debt is supposed to be denominated in liras. If the lira depreciates ($\dot{e} > 0$), for a fixed demand for Italian securities by residents from Euroland (F , in euros), these residents, who express a portfolio choice in euros, have to acquire more assets in liras (as the value in euros of their previous assets has fallen). We therefore have a capital outflow of $\frac{\dot{e}}{e} F$ (in euros).

Let us suppose that $pX - \frac{\dot{eF}}{e} + r^*F > 0$; this entails either an increase in Euroland's exchange reserves of ($\dot{R} > 0$), or a fall in those of Italy ($\dot{R}^* < 0$).

Net exports in volume terms vary with competitiveness:

$$(4) \quad X(t) = \alpha \left(\frac{p^*(t)}{p(t)e(t)} - 1 \right) \quad (\alpha < 0)$$

The *monetary equilibria*, which determine the price, are written:

$$(5) \quad \begin{cases} M(t) = m(r(t)) \cdot p(t) & (m' < 0) \\ M^*(t) = m(r^*(t)) \cdot p^*(t) \end{cases}$$

Demand for currency, in each country, decreases with the nominal interest rate (r in euros, r^* in liras) and varies proportionally to its price. We suppose, to simplify, that for Euroland there is substitutability between the domestic currency and domestic securities and that, subsequently, there is substitutability between domestic securities and Italian securities. We have, as a result, as regards *demand for Italian securities* (expressed in euros) on the behalf of Euroland's residents:

$$(6) \quad F(t) = \theta \left(r^*(t) - r(t) - \frac{\dot{e}(t)}{e(t)} \right) + f \quad (f > 0)$$

it increases with the expected excess yield on the lira. In each country, lastly, *production* (determined by demand) increases with net exports, decreases with the real interest rate:

$$(7) \quad \begin{cases} y(t) = X(t) - \beta \left(r(t) - \frac{\dot{p}(t)}{p(t)} \right) \\ y^*(t) = -X(t) \frac{e(t)p(t)}{p^*(t)} - \beta \left(r^*(t) - \frac{\dot{p}^*(t)}{p^*(t)} \right). \end{cases}$$

X is in volume terms, in euros, $X \frac{ep}{p^*}$ in volume terms, in liras.

II. Structural gap between inflation rates

We shall study three types of asymmetries or shocks between the two countries:

– a structural excess in inflation in Italy ($\mu > 0$);

- a change in the behaviour of demand for Italian securities (a variation in demand F , for yields of given securities);
- a change in the interest rate on the euro (r).

We examine here the former situation, of excessive inflation in Italy ($\mu > 0$), and compare two types of exchange rate systems:

- fixed exchange rates, obtained by interventions of Euroland's central bank;
- floating exchange rates.

One does not have to show again the well-known result of the literature as regards balance of payments crises: if setting fixed exchanged rates is ensured by interventions by the central bank of the inflationary country (Italy in this case), the depletion of its exchange reserves leads to a speculative attack and a switch to floating exchange rates. The second system studied here is therefore also the long-term result of a situation where the central bank of the country with higher inflation stabilizes its currency. We shall discuss later (in 2.4) the effects on inflation in a situation where the Italian central bank intervenes.

1. Fixed exchange rates

a) Dynamics of the economy

We suppose here that $e = \bar{e}$ by the interventions of Euroland's central bank. We therefore have fixed rates for Italian exchange reserves, and to simplify we take $R^* = 0$. We also suppose that the interest rates are constant.

Since $\dot{e} = 0$ and r and r^* are constant, $\dot{F} = 0$ (no variation in the demand for Italian debt). We therefore have $F = F_0$. The dynamics of Euroland's exchange reserves are therefore written:

$$(8) \quad \dot{R} = pX + r^*F_0 = \alpha \left(\frac{p^*}{\bar{e}} - p \right) + r^*F_0$$

Monetary equilibrium (5) in Italy entails:

$$(9) \quad p^* = \frac{\bar{e}C_0 \exp(\mu t)}{m(r^*)}$$

In what follows, to simplify, we are going to write $m = m(r)$, $m^* = m(r^*)$. Euroland's monetary equilibrium is written, after derivation with respect to t :

$$(10) \quad m(r)\dot{p} = \dot{R} = \frac{\alpha C_0 \exp(\mu t)}{m^*} - \alpha p + r^* F_0$$

The solution in p of (10) is written:

$$(11) \quad p(t) = \frac{r^* F_0}{\alpha} + \frac{\frac{\alpha C_0}{m^*}}{\alpha + m\mu} \exp(\mu t) + \left(p_0 - \frac{r^* F_0}{\alpha} - \frac{\frac{\alpha C_0}{m^*}}{\alpha + m\mu} \right) \exp\left(-\frac{\alpha}{m} t\right)$$

where p_0 is the value of the price p in $t = 0$, which verifies $m(r)p_0 = M(0) = C_0 + R_0$.

The third term of the right-hand member stands for the short-term dynamics in the price, which disappears gradually.

Let us rapidly look at *the short-term dynamics*, in $t = 0$. In $t = 0$, we have by hypothesis $p(0) = p_0 = \frac{P_0^*}{\epsilon}$ (we start from a situation of normal competitiveness, coherent with the fact that we suppose $R_0 = R_0^* = 0$). This enables us to calculate (if $R_0 = R_0^* = 0$, $X = 0$ previously, then $F_0 = 0$):

$$(11') \quad \frac{\dot{p}(0)}{p_0} = \frac{\mu\alpha}{\alpha + m\mu} - \frac{\alpha}{m} \left(1 - \frac{\alpha}{\alpha + m\mu} \right) = 0$$

inflation in Euroland is initially nil, and therefore accelerates gradually over time up to μ .

If initial competitiveness is not “normal”, we initially have:

$$pX + r^* F_0 = 0$$

If $F_0 > 0$ (Italy’s external debt), necessarily $p_0 > \frac{P_0^*}{\epsilon}$, therefore $X < 0$ (Euroland’s external deficit). Then:

$$(12) \quad \frac{\dot{p}(0)}{p_0} = \frac{\frac{\mu\alpha C_0}{m^*(\alpha + \mu m)} - \frac{\alpha}{m} \left(\frac{C_0}{m} - \frac{r^* F_0}{\alpha} - \frac{\alpha C_0/m^*}{\alpha + \mu m} \right)}{\frac{C_0}{m}}$$

with $\frac{C_0}{m} > \frac{C_0}{m^*}$ since $p_0 > \frac{P_0^*}{\bar{e}}$, i.e. $m^* > m$ and $-\alpha \left(\frac{C_0}{m^*} - \frac{C_0}{m} \right) = -pX = r^*F_0$, which still entails $\frac{\dot{p}(0)}{p(0)} = 0$: *whatever the initial level of competitiveness, Euroland's initial inflation is nil.*

We position ourselves in a longer term approach. We then have:

$$(11') \quad p \approx \frac{\frac{aC_0}{m^*}}{\alpha + m\mu} \exp(\mu t); \quad \frac{\dot{p}}{p} \cong \mu$$

The euro's price increases at the same pace as domestic credit in Italy. This is because there is steady accumulation of exchange reserves linked to Italy's trade deficit (pX varies like p^* , i.e. increases at rate μ). This increases the money supply in Euroland, at a growth rate which tends towards μ , hence in the long term the equalization of inflation rates in both countries.

We therefore have, still in the long term:

$$(13) \quad X = \alpha \left(\frac{p^*}{p\bar{e}} - 1 \right) \cong \mu m$$

which can be understood by looking at the monetary equilibrium in Euroland.

In the long term, $\dot{R} \cong pX$ and $\dot{M} = m\dot{p} \cong \dot{R}$, hence $pX = m\dot{p}$,
 $X = m \frac{\dot{p}}{p} = \mu m$.

The higher inflation μ is, the more exchange reserves rapidly increase, therefore the higher Euroland's net exports are. One can also see that if, ultimately, Euroland has the same inflation as Italy, initially its inflation is lower, hence the accumulation of a competitive advantage. We have finally, for production levels:

$$(14) \quad \begin{cases} y \cong \mu m - \beta(r - \mu) \\ y^* \cong -\mu m \frac{\bar{e}p}{p^*} - \beta(r^* - \mu) = -\mu m \frac{\alpha}{\alpha + \mu m} - \beta(r^* - \mu) \end{cases}$$

The behaviour of demand of money in Italy ($m^* = m(r^*)$) does not influence the long-term equilibrium. For (11) shows that in the long term, if m^* varies, p^* varies but p varies proportionally, leaving competitiveness unchanged.

b) Role of interest rates

If the rates of monetary expansion differ in the long term ($\mu > 0$), the initial level of Italy's external debt is of little import. Let us suppose that the Italian authorities raise r^* ; as a result F_0 rises, the short-term dynamics of prices is changed (see (3) and (11')): the rise in entails an equivalent fall in exchange reserves R , therefore in the supply of currency in Euroland, hence a fall in the initial price p_0).

In the long term, this effect, which transits through the initial level of reserves and of money supply, disappears, as the price dynamics is dominated by the terms in $\exp(\mu t)$, linked to monetary expansion in Italy. On the other hand, the interest rates influence production levels in two manners:

- via real interest rates,
- via the determination of net exports in the long term, which depend on $m(r)$.

Let us suppose that the interest rate r on the euro is raised; demand of money mp shrinks; the variation in demand of money in the long term $m\dot{p}$ is reduced; as a result, Euroland's external surplus, X , must decrease. In other words, as m is lower, at monetary equilibrium in Euroland ($M = mp = C_0 + R$), the price is higher, hence a reduction in Euroland's competitive advantage.

As regards Italy, one sees that the interest rate r^* influences production only via the real interest rate $r^* - \mu$ (we saw above why $m^* = m(r^*)$ had no influence).

This shows that, in a long-term approach, and with our modelling, the authorities have an incentive to set interest rates as low as possible in both countries, since inflation depends on the pace at which credit expands which, with our representation, is independent from interest rates.

2. Floating exchange rates

In a situation of floating exchange rates, the exchange reserves of both countries remain unchanged. We write $R = R^* = 0$ to simplify matters. Demand for Italian securities among Euroland residents is written, in liras:

$$(15) \quad eF = \theta e(r^* - r) - \theta \dot{e} + ef, \text{ soit } \dot{eF} = \theta \dot{e}(r^* - r) - \theta \ddot{e} + f \dot{e}$$

The equilibrium (without interventions) of the foreign-exchange market, is written:

$$(16) \quad \begin{cases} 0 = pX - \frac{\dot{e}F}{e} + r^*F = \alpha \left(\frac{p^*}{e} - p \right) - \theta(r^* - r) \frac{\dot{e}}{e} + \theta \frac{\ddot{e}}{e} - f \frac{\dot{e}}{e} \\ \quad + r^*\theta \left(r^* - r - \frac{\dot{e}}{e} \right) + r^*f \end{cases}$$

Monetary equilibria in both countries entail:

$$(17) \quad \begin{cases} p^* = \frac{\bar{e}C_0 \exp(\mu t)}{m^*} \\ p = \frac{C_0}{m} \end{cases}$$

hence, by identifying in (16) after multiplication by e :

$$(18) \quad 0 = \begin{cases} \alpha \bar{e} \frac{C_0 \exp(\mu t)}{m^*} - \alpha \frac{C_0}{m} e - \theta(r^* - r) \dot{e} - f \dot{e} + \theta \ddot{e} \\ \quad + r^*\theta(r^* - r)e - r^*\theta \dot{e} + r^*fe \end{cases}$$

If $\dot{e} > 0$ (expected depreciation of the lira), $\dot{e}F > 0$, there are capital outflows towards Italy (term $-\theta(r^* - r)\dot{e}$); moreover F decreases, r^*F decreases, and there are lower interest payments on Italy's external debt. If $\ddot{e} > 0$ (increase in the depreciation), $\dot{F} < 0$: capital returns to Euroland.

The solution as an exchange rate (e) of (18) is written:

$$(19) \quad e = (A + B \exp(\lambda t)) \exp(\mu t)$$

where:

$$A = \frac{\frac{\alpha C_0 \bar{e}}{m^*}}{\alpha \frac{C_0}{m} - r^*\theta(r^* - r) - r^*f + \mu(\theta(r^* - r) + \theta r^* + f) - \theta \mu^2}$$

B is determined by the initial level of securities (in $t = 0$, the level F_0 of outstanding Italian securities is given).

λ is the stable root of the characteristic polynomial P of (18), i.e.:

$$(20) \quad P(x) = \begin{cases} \theta x^2 + (2\mu\theta - \theta(r^* - r) - \theta r^* - r^*f)x \\ \quad + \left(-\alpha \frac{C_0}{m} + r^*\theta(r^* - r) - \mu(\theta(r^* - r) + f + \theta r^*) + \mu^2\theta \right) \end{cases}$$

One observes that $A = \alpha \bar{e} \frac{C_0}{m^*} / -P(0)$, and that $P(0) < 0$ for there to be only one stable root (saddle-trajectory property).

(20) shows that $P(-\mu) = -\alpha \frac{C_0}{m} + r^* \theta (r^* - r)$. One needs to have $P(-\mu) < 0$, which means that a depreciation of the lira (a rise in e) deteriorates Euroland's trade balance (see (18)).

Since $P(-\mu) < 0$, the stable root λ is inferior to $-\mu$, $\mu + \lambda < 0$, and in the long term the lira's exchange rate tends towards $A \exp(\mu t)$, as the term in B only represents a transient dynamics.

One can, as is the case for fixed exchange rates, examine the short-term dynamics, which is here that of the exchange rate. In $t = 0$ (supposed date of the switch to floating exchange rates), one supposes as in the case of fixed exchange rates that $X = 0$, $\frac{p^*}{ep} = 1$ which entails, according to (17), $e_0 = \frac{m\bar{e}}{m^*}$. The date of the switch to floating exchange rates is, as in the usual balance-of-payments crisis model, set so that the exchange rate does not "collapse" at this date. We have, according to (19):

$$\dot{e}(0) = \mu A + B(\mu + \lambda) = \mu(A + B) + \lambda B \quad (\lambda < -\mu)$$

$$e(0) = A + B = \bar{e} \frac{m}{m^*}; \quad \frac{\dot{e}(0)}{e(0)} = \mu + \lambda \frac{B}{A + B}$$

It follows that:

$$B = \frac{\bar{e} \frac{m}{m^*} \left(-r^* \theta (r^* - r) - r^* f + \mu(\theta(r^* - r) + f + \theta r^*) - \theta \mu^2 \right)}{-P(0)}$$

By examining (21), one sees that the numerator of B has the sign of X in the long term. This means that:

- if μ is small, $X < 0$ in the long term, $B < 0$ if $r^* > r$: initially, $\frac{\dot{e}(0)}{e(0)} > \mu$ since $\lambda < 0$; the lira's exchange rate depreciates substantially. This is because one has to generate, in the long term, a trade deficit for Euroland, hence an initial improvement in Italian competitiveness;
- if μ is moderately large, $X > 0$ in the long term, and $B > 0$ if $r^* > r$ and $\frac{\dot{e}(0)}{e(0)} < \mu$; Euroland's long-term surplus requires an initial real appreciation in the lira.

One can then calculate the net exports in volume in the long term:

$$(21) \quad X = \frac{m}{C_0} \left(-r^* \theta (r^* - r) - r^* f + \mu (\theta (r^* - r) + f + \theta r^*) - \theta \mu^2 \right)$$

This result comes directly from the equilibrium (16) of the foreign exchange market, which is written in the long term:

$$(21') \quad pX - \theta (r^* - r) \mu - \mu f + \theta \mu^2 + r^* \theta (r^* - r - \mu) + r^* f = 0$$

If $\mu = 0$, Euroland has, in the long term, an external deficit if ($X < 0$) if $r^* - r > 0$, i.e. if $F > 0$, to offset the interest payments received on Italy's external debt.

If $\mu > 0$ but not too large, such as $\theta (r^* - r) + f + r^* \theta - 2\theta \mu > 0$, X increases with μ . The dominant effect is indeed then, on the one hand, the fall in F , consequently in interest payments received by Euroland; on the other hand, the rise in $\dot{e}F$, i.e. the necessity for Euroland to export more capital to offset the lira's depreciation. Euroland's balance of payments deteriorates therefore, which makes an improvement in the trade balance necessary (X increases).

If $\mu > 0$ and *large* ($\theta (r^* - r) + f + r^* \theta - 2\theta \mu < 0$), the dominant effect is the fall in $\frac{\dot{F}}{e}$ (which depends on $\frac{\ddot{e}}{e} = \mu^2$), therefore the steady reduction in lira-denominated assets held by Euroland (repatriation of capital by Euroland). This entails a deterioration in the trade balance (X decreases). When $\mu = \hat{\mu} = \frac{\theta (2r^* - r) + f}{2\theta}$, X is maximum, and its value is:

$$(21'') \quad \hat{X} = \frac{\theta m}{C_0} \left(\frac{r - f}{2} \right)^2$$

i.e. that Euroland presents a trade surplus.

Production levels in the long term, lastly, are given by:

$$(22) \quad \begin{cases} y = X - \beta r \\ y^* = -X \frac{pe}{p^*} - \beta (r^* - \mu) = -X \frac{m^* A}{\bar{e} m} - \beta (r^* - \mu) \end{cases}$$

There is no inflation in Euroland, inflation stands at rate μ in Italy.

3. Gains and advantages of two exchange-rate systems

- (i) In the near term (in $t = 0$), we have in fixed-exchange rates $X = 0$ and $\frac{\dot{p}(0)}{p(0)} = 0$, $\frac{\dot{p}^*(0)}{p^*(0)} = \mu$; in floating exchange rates, we still have $\frac{\dot{p}}{p} = 0$ and $\frac{\dot{p}^*}{p^*} = \mu$, $X = 0$; if μ is small, $\frac{\dot{e}(0)}{e(0)} > \mu$; if μ is large, $\frac{\dot{e}(0)}{e(0)} < \mu$.

We suppose that the authorities in both countries have a target function which encompasses production and the absence of inflation. One sees that changes in X (net exports) and inflation rates do not depend, in the near term, on the exchange-rate system. Naturally, the effects of the presence of structural inflation must be judged in the long term.

- (ii) In the long term, in fixed exchange rates, $\frac{\dot{p}}{p} = \frac{\dot{p}^*}{p^*} = \mu$;

$$(23A) \quad X = \mu m; y = \mu m - \beta(r^* - \mu); y^* = -\mu m \frac{\alpha}{\alpha + \mu m} - \beta(r^* - \mu)$$

In floating exchange rates, $\frac{\dot{p}}{p} = 0$, $\frac{\dot{p}^*}{p^*} = \mu$;

$$(23B) \quad \begin{cases} X = \frac{m}{C_0} (-r^* \theta(r^* - r) - r^* f + \mu(\theta(r^* - r) + f + \theta r^*) - \theta \mu^2); \\ y = X - \beta r; \\ y^* = -\alpha \left(1 - \frac{\alpha \frac{C_0}{m}}{\alpha \frac{C_0}{m} - r^* \theta(r^* - r) + \mu(\theta(r^* - r) + \theta r^*) - \theta \mu^2} \right) - \beta(r^* - \mu) \end{cases}$$

In fixed exchange rates, with exchange-rate interventions by Euroland's central bank, Euroland imports Italian inflation, but accumulates competitiveness. Inflation is the same in both cases in Italy.

We saw above that if μ is small, $X < 0$ (one has to offset only the interest payments received on Italy's external debt) in floating exchange rates. Certainly, in this case Italy prefers floating exchange rates (as it has the same level of inflation and a trade surplus). As regards Euroland, floating exchange rates are preferable if the gain stemming from the absence of inflation (μ instead of 0) outstrips the loss stemming from moving to a trade deficit (the loss in exports due to the switch to floating exchange

rates is roughly $\mu m + \frac{m}{C_0} r^* \theta (r^* - r)$. If μ is small, this loss probably carries more weight and Euroland prefers fixed exchange rates (with interventions by its central bank).

If μ is large, in floating exchange rates the value of X is at the most $\frac{\theta m}{C_0} \frac{(r - f)^2}{4}$ (see (21'')), which is insignificant (second-order) in relation to μm . As regards Italy, the trade deficit is therefore reduced, inflation unchanged, in floating exchange rates. As regards Euroland, in floating exchange rates, there is a gain of μ on inflation, and a loss close to μm on exports. The choice depends on Euroland's preferences. If Euroland has a strong aversion to inflation, it prefers floating exchange rates.

These analyses show that, probably:

- if the excess in structural inflation in “out” countries is low, an agreement will be difficult to meet as the “in” countries prefer fixed exchange rates whereas “out” countries favour floating exchange rates;
- if the excess inflation is substantial, and if, in what is a reasonable assumption, “in” countries have aversion for inflation, floating exchange rates are preferred by all.

4. Structural inflation and interventions of the Italian central bank

It is well known that if the excess structural inflation is permanent in Italy, Italian reserves are depleted and there is an exchange-rate crisis. We ask hereafter whether the fact that it is the central bank of the country with a weak currency which intervenes cannot initially reduce inflation in that country by reducing the money supply.

This could have a favourable effect on structural inflation. Let us imagine for instance that the latter is linked to an excessive pay rise, itself stemming from inflation expectations. The initial curbing of effective inflation might then reduce the excess in structural inflation.

If Italy intervenes to maintain $e = \bar{e}$, the dynamics in Italian exchange reserves is given by:

$$(24) \quad \dot{R}^* = -\bar{e}\alpha \left(\frac{p^*}{\bar{e}} - p \right) - \bar{e}r^*F_0$$

$$\text{with } p = \frac{C_0}{m} \text{ and } m^* \dot{p}^* = \dot{M}^* = \mu \bar{e} C_0 \exp(\mu t) + \dot{R}^*.$$

The price dynamics in Italy is therefore given by:

$$(25) \quad m^* \dot{p}^* = -\alpha \left(p^* - \frac{C_0 \bar{e}}{m} \right) - \bar{e} r^* F_0 + \mu \bar{e} C_0 \exp(\mu t)$$

hence the solution:

$$(26) \quad p^* = \begin{cases} \frac{C_0 \bar{e}}{m} - \frac{\bar{e} r^* F_0}{\alpha} + \frac{\mu \bar{e} C_0}{\mu m^* + \alpha} \exp(\mu t) \\ + \left(p_0^* - \frac{C_0 \bar{e}}{m} + \frac{\bar{e} r^* F_0}{\alpha} - \frac{\mu \bar{e} C_0}{\mu m^* + \alpha} \right) \exp\left(-\frac{\alpha}{m^*} t\right) \end{cases}$$

where p_0^* is the value of p^* in $t = 0$. As seen above, we suppose that in $t = 0$, $p_0 = \frac{C_0}{m} = \frac{p_0^*}{\bar{e}}$ and that $F_0 = 0$.

It follows from (26) that:

$$(27) \quad \frac{\dot{p}^*(0)}{p^*(0)} = \left[\frac{\mu^2 \bar{e} C_0}{\mu m^* + \alpha} + \frac{\alpha}{m^*} \cdot \frac{\mu \bar{e} C_0}{\mu m^* + \alpha} \right] / \frac{\bar{e} C_0}{m}$$

(27) shows that $\frac{\dot{p}^*(0)}{p^*(0)} < \mu$ if $m^* > m$. If m^* is very large, monetary expansion ($\mu \bar{e} C_0 \exp(\mu t)$ of (25)) can be initially offset by a low rise in prices ($m^* \dot{p}^*$ left of (25) is large for a low value of \dot{p}^*). There is therefore less inflation initially than in the long term. However, if initially $F_0 \approx 0$, then necessarily $r^* \approx r$ and $m^* \approx m$. *Initial inflation is close to long-term inflation (μ) and no reduction in the pace of structural inflation is to be expected thanks to the transient reduction in effective inflation.*

III. Shock on demand for lira-denominated securities

We examine in the two following sections not a definitive asymmetry but transient shocks. We suppose in this section that on the date $t = 0$, demand for lira-denominated securities expressed by Euroland residents falls (in (6), F falls by ΔF for given values of $r, r^*, \frac{\dot{e}}{e}$). Up to $t = 0$, one finds oneself in a balanced situation, without structural inflation in Italy, with $R = R^* = 0, F = \theta(r^* - r) > 0$, and equilibrium of the foreign exchange market, i.e.:

$$(28) \quad pX + r^* F = 0$$

i. e.:

$$(28') \quad \alpha \left(\frac{C_0}{m^*} - \frac{C_0}{m} \right) + r^* \theta (r^* - r) + r^* f = 0$$

$$\text{since } p = \frac{C_0}{m(r)} = \frac{C_0}{m}; \quad p^* = \frac{C_0 \bar{e}}{m(r^*)} = \frac{C_0 \bar{e}}{m^*}.$$

Initial levels are such that there is a trade deficit ($X < 0$) in Euroland which offsets the interest payments $r^* F > 0$ received on the debt. We compare still the two same situations after the shock on F (F becomes $F - \Delta F$): fixed exchange rates are maintained with interventions by Euroland's central bank; a switch to floating exchange rates. It is also possible here to have a situation where fixed exchange rates are ensured by the Italian central bank, since the interventions are transitional, and not permanent as in the case of a structural inflation gap.

1. Maintaining fixed exchange rates: interventions of Euroland's central bank

The Italian price (p^*) remains equal to $\frac{\bar{e} C_0}{m^*}$, the Euroland price becomes:

$$(29) \quad p = \frac{C_0 + R}{m}$$

In $t = 0$, F falls by ΔF , then no longer varies ($\dot{F} = 0$ subsequently). Euroland's exchange reserves rise immediately by the same amount (capital is repatriated). Subsequently, the dynamics of reserves becomes:

$$(30) \quad m \dot{p} = \dot{R} = \alpha \left(\frac{p^*}{\bar{e}} - p \right) + r^* (F_0 - \Delta F)$$

with $F_0 = \theta (r^* - r)$.

Knowing that $0 = \alpha \left(\frac{p^*}{\bar{e}} - \frac{C_0}{m} \right) + r^* F_0$, hence further:

$$(30') \quad m \dot{p} = \dot{R} = -\alpha \left(p - \frac{C_0}{m} \right) - r^* \Delta F$$

All other things being equal, the fall in the level of external debt (ΔF) reduces Euroland's exchange reserves since the interest payments received on the debt are reduced. The solution as a price is:

$$(31) \quad p = \frac{C_0}{m} - r^* \frac{\Delta F}{\alpha} + A \exp\left(-\frac{\alpha}{m} t\right)$$

where A is determined by:

$$(32) \quad p_0 = \frac{C_0}{m} + \frac{\Delta F}{m} = \frac{C_0}{m} - r^* \frac{\Delta F}{\alpha} + A$$

or:

$$(27') \quad A = \frac{\Delta F}{m} \left(\frac{mr^*}{\alpha} + 1 \right) > 0$$

The price rises initially by a significant extent with the rise in Euroland's reserves due to the repatriation of capital. This hurts Euroland's foreign trade; there is subsequently, as a result, a reduction in reserves, therefore a gradual fall in the price.

In the long term, as the interest payments received on the debt F are reduced, there must be a trade surplus for Euroland, therefore a drop in the price. This fall in price is ensured by the gradual reduction in reserves. We have, in the long term:

$$(33) \quad X = \alpha \left(\frac{p^*}{p\bar{e}} - 1 \right) = \alpha \left(\frac{\bar{e}C_0/m^*}{\bar{e} \left(C_0/m - \frac{r^*\Delta F}{\alpha} \right)} - 1 \right)$$

instead of $X_0 = \alpha \left(\frac{\bar{e}C_0/m^*}{C_0/m\bar{e}} - 1 \right)$ before the shock. In the long term, necessarily $\alpha X + r^*(F_0 - \Delta F) = 0$, hence the rise in X (due to the fall in p). In the near term:

$$(33') \quad X = \alpha \left(\frac{C_0/m^*\bar{e}}{\bar{e} \left(\frac{C_0}{m} + \frac{\Delta F}{m} \right)} - 1 \right) < X_0$$

because of the rise in p_0 .

2. Switch to floating exchange rates

The resolution seen in 2.2 is still valid. With $\mu = 0$ (no structural inflation in Italy), it entails:

$$(34) \quad e = A + B \exp(\lambda t) \quad (\lambda < 0)$$

with:

$$A = \frac{\alpha C_0 / m^* \bar{e}}{\alpha C_0 / m - r^* \theta (r^* - r) - r^* f + r^* \Delta F} > 0$$

In the long term, $e = A$, and the reduction in F entails therefore an appreciation in the lira ($\Delta F > 0$ entails a fall in A). Euroland's foreign trade is improved (X increases), which offsets the reduction in interest payments received on the debt. B is still determined by the initial level of lira-denominated securities; after the variation (ΔF) in the demand for these securities, we have:

$$(35) \quad F(0) = \theta \left(r^* - r - \frac{\dot{e}(0)}{e(0)} \right) + f - \Delta F = \theta (r^* - r)$$

Demand for Italian securities falls, exogenously, by ΔF ; however, the previous quantity of Italy's external debt ($\theta(r^* - r) + f$) must still be held by Euroland residents as there is no intervention by central banks. Hence:

$$(36) \quad \frac{\dot{e}(0)}{e(0)} = \frac{B\lambda}{A+B} = -\frac{\Delta F}{\theta}$$

or alternatively:

$$(36') \quad B \left[\frac{\Delta F}{\theta} + \lambda \right] = -\frac{\Delta F}{\theta} A$$

This determines B in such a manner that the initial depreciation of the exchange rate is such that the quantity of Italian securities is held, after the fall in demand for lira-denominated securities.

(36) shows that there is an expected initial appreciation in the lira ($\dot{e} < 0$), which increases demand for lira-denominated securities by Euro-land residents, and offsets the exogenous fall ($-\Delta F$) in this demand.

We have, in floating exchange rates, $p^* = \frac{C_0 \bar{e}}{m^*}$, $p = \frac{C_0}{m}$; inflation is nil in both countries. *In the near term* (in $t = 0$ after the shock), we have:

$$(37) \quad e(0) = A + B = \frac{\lambda A}{\frac{\Delta F}{\theta} + \lambda}$$

Before the shock, \bar{e} is given by (28''); in the long term, e returns towards A , with $A < \bar{e}$ (long-term appreciation in the lira).

$\frac{\dot{e}(0)}{e(0)} < 0$: there is an expected appreciation of the lira, as we have seen above. (34) shows that this appreciation cannot drive it up beyond a rate superior to λ . It is therefore necessary that $\Delta F < -\lambda\theta$, barring which the lira's instantaneous appreciation could not offset the drop in demand for lira-denominated securities, by raising the expected yield on lira-denominated investments. We therefore have, according to (37):

$$e(0) = \frac{\lambda A}{\frac{\Delta F}{\theta} + \lambda} > A$$

the lira depreciates immediately, followed by a gradual appreciation. The lira's initial depreciation improves Italy's foreign trade, which reduces gradually Italy's external debt down to the required level ($F - \Delta F$). In the near term, still, we have:

$$(38) \quad \begin{cases} X(0) = \alpha \left(\frac{p^*}{e(0)p} - 1 \right) = \alpha \left(\frac{\bar{e} \frac{m}{m^*} \left(\frac{\Delta F}{\theta} + \lambda \right)}{\lambda A} - 1 \right) \\ y(0) = X(0) - \beta r \\ y^*(0) = -X(0) \frac{pe(0)}{p^*} - \beta r^* = -\alpha \left(1 - \frac{m^*}{\bar{e}m} \frac{\lambda A}{\frac{\Delta F}{\theta} + \lambda} \right) - \beta r^* \end{cases}$$

$$\left(\lambda < 0, \frac{\Delta F}{\theta} + \lambda < 0, A > 0 \right)$$

The drop in demand for Italian securities among Euroland residents ($\Delta F > 0$) causes a *short-term depreciation* in the lira against the Euro, hence an improvement in Italy's foreign trade. *In the long term*, e converges towards A ; we have seen above that the lira appreciates; prices are unchanged; Euroland's net exports are such there is equilibrium on the foreign exchange market, i.e.:

$$(39) \quad \frac{C_0}{m} X + r^*(F - \Delta F) = 0$$

X is increased by $r^* \frac{m}{C_0} \Delta F$, which offsets the reduction in interest payments received on Italy's external debt, decreased by ΔF .

3. Maintaining fixed exchange rates: interventions by the Italian central bank

The Euroland price remains equal to $\frac{C_0}{m}$ (since $R = 0$), the price in Italy is $p^* = \frac{C_0 \bar{e} + R^*}{m^*}$. F falls by ΔF in $t = 0$, therefore instantaneously R^* falls by $\bar{e} \Delta F$.

The subsequent dynamics is given by:

$$(45) \quad m^* \dot{p}^* = \dot{R}^* - \alpha \left(p^* - \frac{C_0}{m} \bar{e} \right) - \bar{e} r^* (\theta(r^* - r) + f - \Delta F)$$

in view of:

$$0 = -\alpha \left(\frac{C_0 \bar{e}}{m^*} - \frac{C_0}{m} \bar{e} \right) - \bar{e} r^* \theta(r^* - r) - \bar{e} r^* f$$

hence:

$$(40) \quad m^* \dot{p}^* = -\alpha \left(p^* - \frac{C_0 \bar{e}}{m^*} \right) + \bar{e} r^* \Delta F$$

The solution for the price in Italy p^* is:

$$(41) \quad p^* = \frac{C_0 \bar{e}}{m^*} + \frac{\bar{e} r^* \Delta F}{\alpha} - \frac{\bar{e} \Delta F}{m^*} \left(1 + \frac{m^* r^*}{\alpha} \right) \exp \left(-\frac{\alpha}{m^*} t \right)$$

Initially, the fall in reserves in Italy drives down the price p^* , hence a fall in Euroland's net exports X ; this allows Italian reserves to be reconstituted, hence in the long term a rise in p^* , a rise in X , which offsets the fall in interest payments received by Euroland ($r^*(F - \Delta F)$).

Comparing (41) and (31) shows that the situations with interventions drawing on Euroland's reserves or Italy's reserves are exactly symmetrical, and have the same effect on exports and relative prices.

The only difference is the fact that Italian exchange reserves fall (which is more difficult to ensure than the rise in Euroland's reserves), and that the

price of the euro rises in the short term, which is more unpleasant than the symmetrical fall in Italian prices.

4. *Choice of an exchange-rate system (case of a shock on demand for lira-denominated securities)*

We will distinguish, as previously, the near term (immediate changes) and the long term, in the three possible exchange-rate systems.

If one has fixed exchange rates with interventions by the Euroland central bank, in the short term the euro rises (rise in reserves and the money supply), as a result Euroland's net foreign trade net deteriorates. In the long term, conversely, the euro falls and Euroland's foreign trade improves (since the exchange markets have to be balanced with lower interest payments received on Italy's external debt).

If one has fixed exchange rates with interventions by the Italian central bank, in the short term the lira falls (fall in Italy's reserves) and Euroland's net exports are reduced; in the long term, the Italian price climbs, and Euroland's net exports grow. The only difference with the previous case is the fact that the initial fall in Italy's reserves can be impossible to ensure, if it drags them below the minimum level; furthermore, changes in the relative price (which is the same) results initially from deflation in Italy and not from inflation in Euroland.

If one has floating exchange rates, in the short term there is an instantaneous depreciation of the lira, followed by a gradual appreciation (which stimulates demand for lira-denominated securities); prices, in the short term as well as in the long term, are unchanged. The lira's initial depreciation improves Italy's foreign trade; in the long term, the lira appreciates (Euroland's foreign trade has to improve to offset the loss in interest payments received).

In the three cases, the long-term situation is the same (it results from the same constraint of balancing the foreign exchange market). The choice of the exchange-rate regime must therefore be based on the short-term situation. In all three cases, in the short term, Euroland's foreign trade deteriorates and Italy's foreign trade improves. The choice between the exchange rate systems is therefore carried out, in a short-term approach, exclusively according to prices and foreign exchange reserves.

The system of fixed exchange rates with interventions by the Italian central bank can be impossible to ensure if the reduction in demand for Italian securities, and therefore the loss in reserves in Italy, is overly large. If this is the case, there is a switch to floating exchange rates, which has no cost, either for Italy (the trend in production is similar), or for Euroland (changes

in prices are similar). The system of fixed exchange rates with interventions by Euroland has, for this country, the major cost of triggering an inflationary bout due to the increase in reserves and money supply. *Lastly, in terms of coping with this kind of shock, floating exchange rates seem to be the best-adapted exchange-rate system. The analysis, however, needs to be carried further by asking what can be the cause of this kind of shock (decrease in demand for Italian securities, without any structural inflation gap).* The incentive for non-residents, when they cut their holdings of Italian securities, is the hope of a capital gain, i.e. a depreciation of the lira. This is only offered to them in the case of floating exchange rates.

Announcing that the system of fixed exchange rates is going to be maintained can therefore be the means to avoid the kind of shock analysed here even if, when such a shock occurs nevertheless, the optimal solution consists in switching to floating exchange rates.

Furthermore, the system of fixed exchange rates with interventions by the Italian central bank is not credible, if it drags the exchange reserves to an excessively low level. The optimal policy consists therefore in announcing a system of fixed exchange rates, with interventions by the Euroland central bank, to avoid a shock; while floating its exchange rate if despite this announcement the shock occurs.

IV. Shock on the interest rate of Euroland

We examine now the third asymmetry (or shock) that we envisage: a rise in the interest rate on the euro (r), in the case still of fixed exchange rates or floating exchange rates.

1. Fixed exchange rates, with interventions by the Euroland central bank

We suppose that up till $t = 0$ one finds oneself in the equilibrium already seen above ((28), (28')). In $t = 0$, the interest rate on the euro rises by Δr . This has for an effect to reduce by $\theta \Delta r$ the demand for lira-denominated securities by Euroland residents and to reduce the demand for money in Euroland by $pm' \Delta r$ ($m' < 0$). We therefore have immediately, in $t = 0$, an increase in Euroland's exchange reserves by $\theta \Delta r$; the price leaps to the value:

$$(42) \quad p_0 = \frac{C_0 + \theta \Delta r}{m(r) + m' \Delta r}$$

which is higher than the previous price $\frac{C_0}{m(r)}$ for two reasons: the increase in reserves and the fall in demand for money.

The price dynamics in Euroland is given by:

$$(43) \quad (m(r) + m' \Delta r) \dot{p} = -\alpha \left(p - \frac{C_0}{m} \right) - r^* \theta \Delta r$$

which shows that in the long term prices converge, as in sector 3.1 with a shock on the demand for securities, towards:

$$(44) \quad p = \frac{C_0}{m} - \frac{r^* \theta \Delta r}{\alpha}$$

One has, as in the previous case, a Euroland trade deficit in the short term, and a trade surplus in the long term.

Production in Euroland is affected negatively by the hike in the interest rate, and again negatively in the short term only by price rises.

2. Floating exchange rates

The solution in exchange rates is given by:

$$(45) \quad e = \begin{cases} \frac{\alpha \bar{e} \frac{C_0}{m^*}}{\alpha \frac{C_0}{m + m' \Delta r} - \theta r^* (r^* - r - \Delta r) - r^* f} + B \exp(\lambda t) \\ = A + B \exp(\lambda t) \quad (\lambda < 0) \end{cases}$$

The lira's exchange rate appreciates *in the long term* for two reasons: a fall in demand for money; therefore a rise in its price in Euroland, which improves Italy's competitiveness; a drop in interest payments received by Euroland on Italy's external debt, which makes a Euroland trade surplus necessary as compensation. In the near term, the stock of Italy's external debt has to be held, i. e. therefore:

$$(46) \quad \theta(r^* - r) + f = \theta \left(r^* - r - \Delta r - \frac{\dot{e}(0)}{e(0)} \right) + f$$

There is therefore an expected initial appreciation of the lira $\left(\frac{\dot{e}}{e} = -\Delta r \right)$ which offsets the rise in the interest rate on the euro.

This entails:

$$(47) \quad B(\Delta r + \lambda) = -\Delta r A$$

As in 3-2, it is necessary, for there to be a solution, that $\Delta r < -\lambda$ since $\frac{\dot{e}}{e} > \lambda$: there must be a possibility of the rise in interest rate being offset by the appreciation.

In the near term, the exchange rate “leaps” to its value:

$$(48) \quad e(0) = A + B = \frac{-\lambda A}{-\Delta r - \lambda}$$

For a sufficiently high value of Δr (but inferior to $-\lambda$), there is an *instantaneous depreciation of the lira's exchange rate*, as in the case of the fall in demand for lira-denominated securities. As at the same time the price in Euroland goes up, the improvement in Italy's foreign trade is clear. The difference is therefore the greater long-term appreciation in the lira.

In the long term, we must have $\frac{C_0}{m + m'\Delta r} X + r^*(F_0 - \theta\Delta r) = 0$ whereas before the shock $\frac{C_0}{m} X_0 + r^*F_0 = 0$. Thus:

$$(49) \quad X = \frac{r^*\theta m}{C_0} \Delta r + X_0 \left(1 + \frac{m'}{m} \Delta r \right)$$

The change in Euroland's net exports in volume terms in the long term is ambiguous. One has to offset the loss in interest payments received on the debt, but this can be achieved by the rise p in the euro, not necessarily by that in volume of X exports.

3. Fixed exchange rates with interventions by the Italian central bank

We have $p = \frac{C_0}{m}$ and $p^* = \frac{\bar{e}C_0 + R^*}{m^*}$; immediately, Italian exchange reserves fall by $\bar{e}\theta\Delta r$, the price in Italy falls therefore by $-\frac{\theta\Delta r\bar{e}}{m^*}$; as the demand for money falls in Euroland, the price in Euroland rises (from $\frac{C_0}{m}$ to $\frac{C_0}{m + m'\Delta r}$), then flattens out at this level.

The price dynamics in Italy is given by:

$$(50) \quad m^* \dot{p}^* = -\alpha \left(p^* - \frac{C_0 \bar{e}}{m + m' \Delta r} \right) - \bar{e} r^* \theta (r^* - r - \Delta r) - \bar{e} r^* f$$

with:

$$0 = -\alpha \left(\frac{C_0 \bar{e}}{m^*} - \frac{C_0 \bar{e}}{m} \right) - \bar{e} r^* \theta (r^* - r) - \bar{e} r^* f$$

hence:

$$(50') \quad m^* \dot{p}^* = -\alpha \left(p^* - \frac{C_0 \bar{e}}{m^*} - \frac{C_0 \bar{e}}{m + m' \Delta r} + \frac{C_0 \bar{e}}{m} \right) + \bar{e} r^* \theta \Delta r$$

The solution for the price in Italy is therefore:

$$(51) \quad p^* = \frac{\bar{e} C_0}{m^*} + \frac{\bar{e} r^* \theta \Delta r}{\alpha} + \frac{C_0 \bar{e}}{m^2} (-m' \Delta r) + A \exp \left(-\frac{\alpha}{m^*} t \right)$$

where A is such that $p^*(0) = \frac{\bar{e} C_0 - \theta \bar{e} \Delta r}{m^*}$.

In the near term, the price in Italy falls because of the loss in reserves; in the long term, it rises for two reasons: Euroland's surplus must grow to offset the fall in interest payments received on Italy's external debt, and moreover, the price in Euroland increases because of the decline in demand for money. *In the near term*, p rises and p^* falls: exports X of Euroland are reduced, which offsets gradually the fall in demand for debt F (by reducing the stock of Italy's external debt). *In the long term*:

$$(52) \quad \frac{p^*}{p\bar{e}} = \frac{\frac{C_0}{m^*} + \frac{r^* \theta \Delta r}{\alpha} + \frac{C_0}{m^2} (-m' \Delta r)}{\frac{C_0}{m + m' \Delta r}}$$

This expression is superior to $\frac{C_0}{m^*} / \frac{C_0}{m}$ if $m \approx m^*$: Italian competitiveness deteriorates in the long term and X rises. The rise in p is not sufficient, here, to ensure a rise in pX large enough to offset the fall in interest payments $r^* \theta \Delta r$.

4. Choice of exchange-rate system

One has to look into the effects on well-being in Italy, since it is Euroland, for a *sui generis* reason, which decides to raise interest rates. *In fixed exchange rates with intervention by Euroland*, the price in Italy is

unchanged; in the short term, there is a sharp rise in the euro (with the rise in reserves), in the long term a fall in price (to offset the fall in interest payments received on the debt, as the latter is cut by the rise in relative return in Euroland). There is therefore in the short term a sharp improvement in Italy's foreign trade, and in the long term a deterioration.

In floating exchange rates, the lira depreciates instantaneously (with the rise in the interest rate of Euroland), therefore Italy's foreign trade improves; in the long term, changes in the exchange rate, and therefore in foreign trade, are ambiguous, since the reduction in the demand for money in Euroland (which drives up the price p , and consequently Euroland's terms of trade) runs counter to the fall in interest payments received on Italy's external debt.

In fixed exchange rates, with intervention of the Italian central bank, in the short term there is a loss in exchange reserves, a fall in prices, therefore an improvement in Italy's foreign trade; in the long term, a deterioration in Italian competitiveness (despite the rise in the euro due to the fall in demand for money) and trade deficit. The rise in the euro enables the long-term deficit to be curbed (one must have a surplus *in value terms of Euroland* to offset the fall in interest payments on the debt F).

If Italy has a *long-term time horizon*, the exchange rate system that hurts it the most is the system of fixed exchange rates with interventions by Euroland, because of Italy's trade deficit (in volume terms). In the other cases, in the long term, the variations of the deficit in volume terms are small. If it has a *short-term time horizon*, all the systems are equivalent, since they entail (by a movement in price or exchange rate), an Italian trade surplus (which will gradually reduce Italy's external debt). As previously, it is not sure that Italy can intervene sufficiently with its reserves, if the latter are too low (and, if it does so, the fall in rates over Euroland could make Italy vulnerable to a speculative currency attack).

The most reasonable exchange-rate system for Italy, all in all, faced with possible variations in the interest rate of Euroland, is the floating exchange rate system. It induces, moreover, the countries of the euro zone not to raise hastily their interest rate, since the lira then depreciates and Euroland runs up an external deficit, in the short term, and this may not be offset in the long term.

It is impossible to find an exchange-rate system which stabilizes production, in the short term. Indeed, since the demand for Italy's external debt is reduced (if r rises, increased if r decreases), there is a fall in interest payments received on this debt, the euro zone therefore must generate a trade surplus (if r rises, deficit if r decreases).

The solution lies maybe in a change in the interest rate on the lira, as a reaction to that of the interest rate of Euroland.

5. Italian reaction via the interest rate

We suppose that the Italians neutralize the effect on the demand for their external debt of the rise in $r(\Delta r)$ by an equal rise in r^* . Since $r - r^*$ does not vary, there is no initial change in demand for Italy's external debt, therefore in exchange reserves and in fixed exchange rates.

(i) if one operates within fixed exchange rates, with interventions by Euroland, the price becomes:

$$(53) \quad \begin{cases} p = \frac{C_0 + R}{m_0 + m' \Delta r} \\ p^* = \frac{C_0 \bar{e}}{m_0^* + m' \Delta r} \end{cases}$$

since $\Delta r^* = \Delta r$ by denoting m_0 and m_0^* the initial values of m and m^* .

In the near term, $R^* = 0$ (as before the change in the interest rate), since the two interest rate movements cancel one another out and F does not vary.

The dynamics of the euro's rate is written:

$$(54) \quad (m_0 + m' \Delta r) \dot{p} = \alpha \left(\frac{C_0}{m^* + m' \Delta r} - p \right) + (r^* + \Delta r) F_0$$

(F_0 is the initial, and unchanged, value of Italy's external debt). Before the shock, we had:

$$0 = \alpha \left(\frac{C_0}{m^*} - \frac{C_0}{m} \right) + r^* F_0$$

hence:

$$(54') \quad (m_0 + m' \Delta r) \dot{p} = \alpha \left(\frac{C_0}{m} - p + \frac{C_0}{m^* + m' \Delta r} - \frac{C_0}{m^*} \right) + \Delta r F_0$$

In the near term, p and p^* rise (because of the fall in demand for money). If $r^* > r$, $m^* < m$, and p^* rises more than p (as a result Euroland's net exports, X , increase). Italy's production y^* falls with the rise in interest rate r^* , and this effect can be worsened by an Italian trade deficit ($X > 0$).

In the long term, one must have $0 = pX + (r^* + \Delta r)F_0$. There is necessarily a deterioration in Euroland's trade balance to offset the rise in interest payments received. It is obtained by a rise in price p , which comes in addition to that of the short term because of the accumulation of Euroland's reserves due to the cumulative flows of accrued interest payments on Italy's external debt. *Since $X < 0$ in the long term, Italian production is stabilized ($X < 0$ offsets the effect of the rise of r^*).*

- (ii) *In fixed exchange rates, with Italian interventions, the short-term effect is the same as above (since the exchange reserves do not have to be changed in the short term). In the long term, one also must, for the same reasons, have $X < 0$, with the only difference being that it is here obtained by a gradual fall in Italian reserves with the outflowing interest payments on the debt.*
- (iii) *In floating exchange rates, the dynamics of the exchange rate becomes (see (16)):*

$$(55) \quad 0 = \begin{cases} \alpha(p^* - pe) - \theta(r^* - r)\dot{e} + \theta\ddot{e} - f\dot{e} \\ + (r^* + \Delta r)\theta(r^* - r)e - (r^* + \Delta r)\theta\dot{e} + (r^* + \Delta r)fe \end{cases}$$

with:

$$\begin{cases} p^* = \frac{\bar{e}C_0}{m^* + m'\Delta r} \\ p = \frac{C_0}{m + m'\Delta r} \end{cases}$$

The resolution is the same as in 2.2. In the near term, the exchange rate must be such that the external debt is held, i.e.:

$$(56) \quad F_0 = \theta \left(r^* - r - \frac{\dot{e}(0)}{e(0)} \right) + f$$

Since r^* and r vary in sync, F_0 is unchanged, and $\frac{\dot{e}(0)}{e(0)} = 0$, which entails (see 2.2) $B = 0$: the exchange rate leaps immediately to its long-term value of:

$$(57) \quad e(0) = \hat{e} = \frac{\frac{\alpha\bar{e}C_0}{(m^* + m'\Delta r)}}{\frac{\alpha C_0}{m + m'\Delta r} - (r^* + \Delta r)\theta(r^* - r) - (r^* + \Delta r)f}$$

As previously, since $pX + (r^* + \Delta r)F = 0$, pX must fall, with $pX = \alpha(p^* - pe)$. In fixed exchange rates, this was obtained by a varia-

tion in $\frac{P^*}{p}$ due to the movement in exchange reserves. In floating exchange rates, the lira must depreciate ($\Delta e > 0$) which improves Italy's foreign trade. *The difference with the situation of fixed exchange rates is that here, as early as the short term, there is a depreciation of the lira and an improvement in Italy's foreign trade.* This is because there is no need for a variation in exchange reserves which entails the necessary variation of the relative price.

6. Synthesis

We have seen above that if Italy does not change its interest rate as a response to a variation in the interest rate of Euroland, the most appropriate exchange-rate system for Italy is a floating exchange rate system. This prevents a serious deterioration in foreign trade in the long term, as well as a loss in reserves, but¹¹ can be unbearable, in the short term.

If Italy changes its interest rate along in line with Euroland's, there is naturally no more problem of a loss in reserves in the short term. *In this case also, a floating exchange rate system is the most favourable system for Italy,* since it prevents the short-term deterioration in foreign trade (which appears in fixed exchange rates to obtain the necessary variation in reserves and prices).

It is therefore probable that, if the "euro zone" countries have an unstable monetary policy, Italy will prefer not to link its currency to Euroland.

V. Competitive devaluation of the lira

We now look into the risk of the Italians carrying out a competitive devaluation to bolster their production. In fixed exchange rates, it can be a depreciation of the lira beyond the corresponding level of the purchasing power parity; in floating exchange rates, a decrease in the interest rate in Italy, aimed at weakening the lira.

1. Fixed exchange rates

The lira's initial depreciation ($\Delta \bar{e} > 0$) improves Italy's foreign trade; however, in the long term, the latter must return to equilibrium (one must have $pX + r^*F_0 = \alpha \left(\frac{P^*}{\bar{e} + \Delta \bar{e}} - p \right) + r^*F_0 = 0$). There is therefore

¹¹ NDT: nous avons supposé qu'il manquait "mais" dans le texte français.

necessarily a loss in Italy's competitiveness, with a rise in p^* in relation to p , either because of the rise in Italian exchange reserves, or because of the fall in Euroland's exchange reserves. The gain in competitiveness thus disappears in the long term.

2. Floating exchange rates

The Italians cut their interest rate by Δr^* . *In the near term*, the exchange rate is such that Italy's external debt is held. We therefore have necessarily:

$$(58) \quad \theta \left(r^* - \Delta r^* - r - \frac{\dot{e}(0)}{e(0)} \right) = \theta(r^* - r)$$

i. e.:

$$\frac{\dot{e}(0)}{e(0)} = -\Delta r^*$$

Since the solution for the exchange rate is written (see 2.2), $e = A + Be(\lambda t)$, this entails $\frac{\lambda B}{A + B} = -\Delta r^*$, or:

$$(59) \quad B(-\Delta r^* - \lambda) = \Delta r^* A$$

with $-\Delta r^* - \lambda > 0$ or put differently:

$$(60) \quad e(0) = A + B = \frac{-\lambda A}{-\Delta r^* - \lambda}$$

the fall in the interest rate naturally leads to a short-term depreciation in the lira ($-\Delta r^* - \lambda \ll -\lambda$).

In the long term, the value of e is A , i. e.:

$$(60) \quad e = \frac{\frac{\alpha \bar{e} C_0}{(m^* - m' \Delta r^*)}}{\alpha \frac{C_0}{m} - (r^* - \Delta r^*) (\theta(r^* - \Delta r^* - r) + f)}$$

The fall in r^* leads to a rise in the demand for money, thus to a fall in price p^* ; furthermore, the external debt is reduced, r^* also, thus r^*F falls, which entails a counter-acting rise in X (Euroland's exports). *There is therefore a long-term appreciation in the lira* (fall in e).

3. Synthesis

Contrary to a well-established idea, the system of fixed exchange rates does not necessarily protect against a competitive devaluation, if the country which pursues this kind of policy can join the exchange-rate regime with a different parity from the purchasing-power parity. This is because, as we have seen, the competitive advantage, despite price trends, is kept into the long term. Conversely, in floating exchange rates, a country *indebted in its own currency* which pursues a very expansionary monetary policy to depreciate its currency, obtains on the contrary in the long term a sharp appreciation (which offsets the favourable trend in prices), therefore a trade deficit. The latter is indeed required to offset the reduction in interest payments paid on the country's external debt.

To prevent competitive devaluations, there are therefore two solutions: in fixed exchange rates, banning such devaluations (for example not authorizing any "abnormal" central rates in real terms, in a system such as the EMS), move to floating exchange rates.

Conclusion

We have thus obtained the following results:

- in the case where the countries outside the monetary union post a structural inflation gap, it is difficult to fix the nominal exchange rate of these countries. In particular, if the countries of the union have an aversion for inflation, they will refuse to import inflation from the other countries, which entails fixed exchange rates. Moreover, nominal anchoring precludes a significant reduction, even transitionally, in the growth rate in prices and this leaves little hope of an ebbing in structural inflation;
- in case of a shock on portfolio choice (reduction in demand for securities issued by the countries outside the union), the system of fixed exchange rates has major flaws: if it is ensured by the central bank of the monetary union, it entails an inflationary risk in the countries of the union, since there is monetary creation; if it is ensured by the central bank of the "out" country, the initial loss in reserves at the moment the shock occurs can lead to a currency crisis. However, if there is a floating exchange rate system, the shock entails a depreciation of external currencies (the lira for instance) against the euro. The expectation of this depreciation can be itself the cause of the shock (of the reduction in demand for securities (Italian for example)) by non-residents. This leads to suggesting the system of fixed exchange rates with interventions by the central bank of the union, which discourages the speculative currency attack,

even should this mean switching to floating exchange rates if such an attack happens nevertheless;

- if the countries outside the union want to guard against possible variations in the union’s monetary policy, the best adapted exchange-rate system is a floating exchange rate system, which prevents initial losses in reserves and the deterioration in foreign trade (since the currencies of these countries depreciate for instance in response to a hike in the union’s interest rate). A floating exchange rate system remains the best adapted situation if the “out” countries change their interest rates in sync with those of the monetary union. Indeed, even if there is then no loss in reserves in fixed exchange rates, there is a variation in competitiveness, to offset the effect on the payment of interest of interest-rate fluctuations;
- to prevent a “competitive” depreciation of currencies of countries outside the union, one has to either monitor closely the fixed parities that have been chosen, since the competitive advantages obtained are kept up into the long term (the entry parities into the monetary union must therefore be carefully chosen); or remain with floating exchange rates, since then a short-term competitive advantage turns into a competitive disadvantage in the long term (to rebalance the current-account balance with lower interest payments on one’s external debt).

Lastly, a floating exchange rate system would be the preferable system, in any case whatever, if it were not an inducement to speculative currency attacks (massive sales of securities), since it enables a capital gain to be obtained after these attacks.

To conclude, let us point out again that in many cases, the results we have obtained depend on a main hypothesis: *the countries outside the union have an external debt denominated in their own currency*. This is a reasonable hypothesis, but one which often determines trends in competitiveness in the long term.

References

- Agenor, P., J. Bhandari, R. Flood* (1992): “Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crisis”, International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 39, pp. 357 - 381. – *Artus, P.* (1994): “Les crises de balance des paiements sont-elles inévitables?”, *Revue Économique*, Vol. 45, n° 6, November, pp. 1,377 - 1,400. – *Artus, P.* (1995): “Les crises de balance des paiements peuvent-elles être autoréalisatrices?”, Document de Travail n° 1995 - 05/T, Caisse des dépôts, June. – *Blackburn, K., M. Sola* (1993): “Speculative Currency Attacks and Balance of Payments Crisis”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 7, pp. 119 - 144. – *Claessens, S.* (1991): “Balance of Payments Crisis in an Optimal Portfolio Model”, *European Economic Review*, Vol. 35, n° 1, January, pp. 81 - 102. – *Drazen, A., P. Masson* (1994):

“Credibilities of Policies vs Credibilities of Policymakers”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CIX, n° 3, pp. 735 - 754. – *Garber, P., L. Svensson* (1994): “The Operation and Collapse of Fixed Exchange Rate Regimes”, NBER Working Paper 4971, December. – *Giavazzi, F., A. Giovannini* (1989): “Limiting Exchange Rate Flexibility”, MIT Press, Cambridge. – *Martin, Ph.* (1995): “Free Riding, Convergence and two Speed Monetary Unification in Europe”, *European Economic Review*, Vol. 39, n° 7, August, pp. 1,345 - 1,364. – *Obstfeld, M.* (1986): “Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crisis”, *American Economic Review*, Vol. 76, March, pp. 72 - 81. – *Obstfeld, M.* (1991): “Destabilizing Effects of Exchange Rate Escape Clauses”, NBER Working Paper n° 3603. – *Obstfeld, M.* (1994): “The Logic of Currency Crisis”, NBER Working Paper n° 4640. – *Obstfeld, M.* (1995): “International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 119 - 120. – *Obstfeld, M., K. Rogoff* (1995): “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, NBER Working Paper n° 5191, July. – *Ozkan, F., A. Sutherland* (1994): “A Model of the ERM Crisis”, CEPR Discussion Paper n° 879. – *Persson, T., G. Tabellini* (1996): “Monetary Cohabitation in Europe”, CEPR Discussion Paper n° 1380, May. – *Svensson, L.* (1994): “Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What have we learned?”, *European Economic Review*, Vol. 38, May, pp. 447 - 468.

Summary

What kind of exchange rate system between the countries participating in EMU and the other European countries?

After 1999, there will be two groups of European countries: those participating in EMU and the others. We ask the question of the exchange rate system between those two groups of countries: floating rates between the countries outside the union and the union, or fixed rates? In the latter case, should exchange rate stability be ensured through interventions by the European Central Bank or by the central banks of the “out” countries? We examine this question in the case of a structural inflation differential between the countries inside EMU and the others, and in the case of short-term disturbances affecting portfolio choices or monetary policies. We analyse the well-being effects on the two groups of countries of these asymmetries or turmoil in the different exchange rate systems.

Résumé

Après 1999, il y aura dans l'Union Européenne deux groupes de pays: ceux qui participent à l'union monétaire and les autres. Nous nous posons la question du système de change à mettre en place entre ces deux groupes de pays. Faut-il laisser flotter les currencies des pays extérieurs à l'union, ou organiser un système de changes fixes (ou quasi-fixes)? Dans ce second cas, faut-il que la stabilité soit assurée par des interventions de la European Central Bank ou de la central bank du pays extérieur? Nous examinons cette question dans le cas d'écart structurel d'inflation

entre les pays de l'union monétaire and les autres, et dans celui de chocs à court terme affectant les choix de portefeuille ou les politiques monétaires. Nous analysons les effets sur le bien-être des deux groupes de pays de ces asymétries ou chocs dans les différents régimes de change.

JEL Classification: F31, F33.

Large or Small: Defining EMU's Regional Dimension

By Gerald Holtham, London

The political will to see a common European currency before the end of the millennium remains very strong. In this article I do not question that some form of EMU will go ahead as scheduled, with the process beginning in 1999. Taking that for granted, this article addresses the following issues, which appear to remain open.

Firstly, should the launch of EMU be narrow, being confined to a few countries that clearly meet the Maastricht Treaty criteria for accession, or should it be broader, with flexible interpretations of the criteria to allow more countries to be in at the beginning? How could the latter approach lead to a viable EMU and could it be made compatible with public opinion in Germany and elsewhere? Secondly, given that some countries will remain outside during the first wave, and discussions are going on about a "Mark Two" ERM to accommodate these "pre-ins", how should this be organised? Thirdly, and more peripherally, what does the future hold for the two members of the European Union that do not share the consensus about the overriding importance of EMU for further development of the EU and have opt-outs? Slightly different issues are raised by the cases of the United Kingdom and Denmark and I shall concentrate on the former – not because it is a larger economy but simply because I know more about it.

I. EMU Large or Small

The question of large or small forces the questioner back to the justification for EMU in the first place. It is not, of course, purely economic but let us consider the economic arguments first. The classical economic theory of optimal currency areas balanced the saving in transactions costs from having a unique currency against the possible costs of losing an instrument that facilitated changes in relative prices¹. Those costs depended on the extent of economic integration of different countries or currency areas, as measured by trade flows, labour migration and susceptibility to common

¹ *Mundell* (1961).

shocks. There is no need to rehearse that old theory since few if any argue that Europe is a optimal currency area in the traditional sense.

Some have argued for the irrelevancy of that theory, on the grounds that flexible exchange rates do not help to achieve flexibility in relative prices anyway because money illusion is dead. That argument was popular in the era of high inflation during the 1970s and early 1980s when devaluation fed rapidly into inflation. The success of the 1992 devaluations in changing real exchange rates and relative prices in the current era of low inflation and high unemployment makes it implausible. Sacrificing exchange rate flexibility has a potential cost which most now acknowledge. The economic argument for EMU is that these costs are outweighed by benefits².

The economic benefits, apart from the reduction of transaction costs and certain risks in intra-EU trade (which are accounted for under the old optimal currency area literature) lie in the proposition that the strengthening of the single market, which EMU represents, will have dynamic benefits. In other words, although the transaction cost benefits may be small in themselves by underpinning the single market they will release scale economies and help to make the European economy more dynamic and faster-growing, at least for a time³.

Clearly some act of faith is implied in this proposition as is evident from the increasingly-heard opinion that while EMU's costs may be short term, its benefits will accrue over the long term.

Another benefit, for some countries at least, is that entering EMU is forcing them to make changes in their economic management that they should have made anyway. And being in EMU, if there is some form of stability pact, will compel them to run their affairs in a more orderly fashion than past experience suggests they otherwise would. The optimal currency literature valued policy instruments because it assumed governments would make good use of them. But this argument consists in saying that certain economic management decisions are badly made, at least in some countries, under the pressures of electoral politics or democracy and it is better to reserve them to a technocratic realm⁴. EMU is currently a convenient catalyst or excuse in a number of European countries for making changes in public finances or fiscal policy that would otherwise have been politically difficult.

² For a fuller discussion of the relationship between exchange rate flexibility and relative prices see *Allsopp and Chrystal* (1990).

³ *Baldwin* (1989).

⁴ See for example *Corsetti and Roubini* (1992) and *Alesina et al.* (1992).

It is more difficult to argue that EMU is necessary for countries to put their monetary policies in order since almost all EU countries have been running disciplined monetary policies for some years now, in or outside the ERM, as is evidenced by the generally low rates of inflation. However, it can be argued that EMU will prevent backsliding and that tight monetary and loose fiscal policies, the current combination in many states, are not sustainable for ever.

Now this argument is compelling in some countries, those with a “soft state”, for example, which have difficulty in collecting taxes. It is less of an argument for others. The significance of the argument for a given country is indexed quite well by its level of government debt in relation to GDP. That suggests that countries like Italy and Belgium would gain greatly from this effect of EMU while the benefits to countries like the UK or France would be marginal, at best. I return to this point in the context of discussing transitional adjustments.

Other economic benefits, like additional seigniorage from the Euro becoming a widely held global currency, are tiny. But perhaps the main benefits are not economic at all. Some-one like Chancellor Kohl, for example, is not much interested in debating the finer economic pros and cons. He sees EMU as the next staging post on the road of building a new Europe, a new kind of political entity, which preserves the identities of nation states but binds them together via their common interests so that armed conflict between them becomes impossible. EMU's main benefit is that it is part of a broader – and desirable – political programme⁵.

If we consider then these potential benefits of EMU, the political and the economic, they all suggest that the broader a successful EMU is the better. If a vast single market is good for growth, presumably a vaster one is better still. If EMU is a route to a more united and peaceful Europe, the more European countries the better, especially if they are large, proud and populous nations like Spain and Italy. Moreover the “discipline” arguments for EMU apply most clearly to those countries which would be excluded if a narrow EMU were to go ahead. The people who can most benefit are the ones who would be excluded!

It is evident, then, that all of the arguments for EMU are arguments for a broad, not a narrow EMU. Indeed, there is something contradictory about seeking the union of Europe through a policy that divides current willing members of the EU into two groups – the ins and the outs. What then are the arguments for a narrow EMU? Essentially, they come down to saying that the first essential is to make some form of EMU work and it can work

⁵ *Banchoff* (1997).

properly only on the “narrow” basis, those implied by the ability to meet the Maastricht criteria.

It is very generally accepted that if a country with a history of high inflation and/or a large deficit and accumulated debt joins EMU it somehow weakens the system and endangers its success. In fact this is so generally accepted that the mechanisms by which this weakening takes place have not been much analysed. There are perhaps three such mechanisms.

The first is that the central bank representatives of such a country may be systematically more tolerant of inflation and vote for consistently easier policies on the central bank council.

The second is that the excessive borrowing of such a country may lead to an actual or expected default on its debt which could endanger the banking system, if banks were holding much of the relevant paper. Even the risk of this could lead to a run on the banks or a banking crisis. The ECB’s function as lender of last resort could then force it to add liquidity to the system in a way that was hard to reconcile with inflation control in the longer run.

Third: a country that entered EMU and found the disciplines impossible to follow without widespread labour unrest or fiscal instability could be forced to leave. There could then be crises of confidence in financial markets, plunging the system as a whole into crisis. Even if there was no rupture, the fear of one could be a source of financial instability.

There may be other costs to a broader EMU that fall short of weakening or threatening the stability of the system. Financial markets are not always strictly “rational”, in the restricted sense of the term used in economic theory, because uncertainty is so pervasive⁶. It is quite possible, therefore, that they will regard the Euro as a sort of weighted average of the currencies of the countries who join it – without deep analysis. They will, then, just regard inflation and depreciation as greater risks for the Euro the more peripheral countries join. Long- and medium-term interest rates in Euros would then be higher than they would have been had the peripheral countries not joined. This does not make the Euro weaker as such but it is a nuisance for the core members of the system to have to pay higher rates.

It could be argued that if investors substitute foreign, particularly US, bond holdings for Euro securities, not only would Euro bond yields be higher but the currency itself could be weaker vis a vis the dollar. However, that depends on the ECB. Unless the European central bank as constituted was prepared to permit a weaker currency, it is more probable that bond weakness and higher long-term interest rates would result in higher

⁶ *Holtham* (1989).

short-term interest rates too. That is surely true in the early phases of EMU when the ECB would be trying to establish its credibility.

The risk of higher interest rates was the original motivation for fiscal criteria in the Maastricht treaty⁷. The argument ran as follows. Government borrowing in a multi-country currency area involved an “externality”. The government’s borrowing would raise interest rates not only for itself but for other countries too. It would not take this effect on others into account when setting policy and would therefore borrow “too much”⁸. The Maastricht conditions were imposed to prevent countries starting out in that way and the stability pact attempts to ensure they do not borrow excessively after EMU⁹.

However, this externality argument is a weak one. It is mysterious that it has gained the credence that it has. At present, all government bond markets tend to move together. It is highly unusual, for example for US bonds to be rising in price while European bonds fall. “Spreads” between yields narrow and widen but only within bounds and contrary movements in yield levels are unusual. The correlation coefficients among bond yields are high, ranging between 0.4 and 0.8 for major bond markets¹⁰. It follows from this that the world capital market is quite integrated already. Italian borrowing already affects German yields, in principle – and vice versa. Of course, the effect is small because any country’s borrowing is small relative to world capital markets. Research based on multiple regression analysis, for example, suggests that when Germany has increased its government debt to GDP ratio by one percentage point, its ten-year bond yield has gone up by something between four and eight basis points (0.04 - 0.08 per centage points), other things being equal¹¹. In other words the effect of a single country’s borrowing is small even on its own bond market so long as it does not trigger inflation, or the fear of it. The effect on other countries’ interest rates would presumably be smaller still. It is not clear that the currency of denomination of borrowing makes much difference. In any case, Italy, for example can already borrow in Deutschemarks if it so wishes and has done so. Spillover effects will not necessarily increase because of EMU. And there is no certainly no reason why EMU would increase countries’ wish to borrow – rather the reverse. Since they will no longer control the currency in which they borrow, the exercise will be analogous to borrowing in a “foreign” currency – which they can do already.

⁷ The Treaty on European Union.

⁸ See *Giovannini and Spaventa* (1991) on this argument.

⁹ Commission of the European Communities (1990).

¹⁰ 10-year yield correlations in ‘Strategic Investor: emu perspective’, 23 May 1997, Lehman Brothers International (Europe).

¹¹ *Lehman Brothers* (1991).

On reflection, the externality argument is not strong. Let us accept, however, that a broader EMU will probably entail slightly higher interest rates than a narrow EMU. That seems a reasonable price to pay for the ability to keep the European monetary system together and preserve the single market with as few currency fissures as possible. But what about the three other problems, listed above?

Those are certainly difficulties. The odd thing is that all of them could be dealt with by changes to the structure of EMU. Yet these changes are seldom if ever discussed.

First, the problem of a ECB representation could easily be solved. A strict form of the Maastricht conditions should apply – not to entry into EMU but for eligibility for voting rights on the ECB council. In other words, countries not meeting the Maastricht conditions should be allowed to adopt the Euro and to send their representatives to meetings of the ECB. (It is difficult in any case to prevent any country declaring the Euro legal tender if it wishes). They would only become full voting members of the council, however, when in compliance with the conditions. That would remove the first fear. Of course, that would not be welcome to the countries concerned but, from their point of view, would be preferable to complete exclusion.

The second problem of potential banking crises threatening stability could be dealt with by tighter banking regulation. All that is required is to give an arm of the ECB responsibility for bank supervision. Commercial banks should then be prohibited from holding more than a certain proportion of their assets in the form of the paper of any single EMU member government. This solution was first proposed, I believe, by Graham Bishop of Salomon Brothers¹². It would compel governments to do their borrowing from the non-bank public, which does not increase money supply, and eliminates the risk that an undeclared default or rescheduling could cause a loss of confidence in banks. The ECB as lender of last resort would then not be pressured by a crisis in the debt markets. A no-bail-out declaration would then have full credibility.

That leaves only the third problem: that political pressures could compel a weak member state to withdraw. It is tempting to argue that virtually all European countries have passed the test of political will and stability in the past couple of decades. Certainly the Iberian countries, for example, have shown considerable political stability and social cohesion in the face of very high unemployment. Portugal, of course, has a long history of deflation under the *estado novo* regime and after a brief period

¹² This argument was expanded upon recently in *Bishop* (1997).

of instability in the aftermath of colonial wars has shown impeccable stability.

Political pressures are most unlikely to become irresistible and to lead to the withdrawal of any EU country except under extreme conditions of deflation and recession. Those conditions are unlikely to befall a single country on its own and are even more unlikely in the absence of serious policy errors. Of course, such a policy error is conceivable. Suppose a nascent European Central Bank followed extremely tight policies in an attempt to achieve the Bundesbank's reputation for anti-inflation vigour very quickly. Suppose too that policy coincided with a very stringent stability pact which all countries tried to observe simultaneously. Such a combination could lead to a European recession. Many politicians and public servants have still not grasped the simple point that restrictive fiscal policy has little effect on demand and output when applied in a single open economy but it becomes much more powerful when applied simultaneously in a lot of linked economies. One still sometimes hears people say "what is good for one economy is good for all". That is a fallacy. Europe as a whole is almost a closed economy so far as trade linkages are concerned¹³. Trade spillovers which might stabilize a large fiscal shock are relatively small. Any European country can correct a fiscal imbalance without recession; if all try to do so at once, a recession is quite possible.

However, there is nothing predestined about recession. Europe does not have to make such a large policy error. To avoid the risk of it, the stability pact should be made more sophisticated. At present it proposes to apply identical criteria for deficits to all countries. That makes little sense. The acceptable level of deficits in any country, even in the long run, depends on its initial ratio of government debt to GDP. In illustration, consider a situation in which all Europe is growing at a trend rate of 2 per cent with real interest rates at 4 per cent and inflation around 2 per cent. A country like France or the UK, which has government debt only just above 50 per cent of GDP could stabilize this relatively low debt ratio by running a permanent deficit averaging around 2 per cent of GDP. A country with debt at 100 per cent of GDP could not afford a deficit above 1 per cent of GDP if it wished to stabilize its debt ratio. But that debt ratio is already too high, according to the Maastricht criteria or any other sensible measure. It therefore needs to run a surplus over the long haul to reduce its debt ratio. Why should all countries be subjected to the same deficit criteria when their indebtedness is so different?

¹³ The share of intra-European trade as a fraction of total national trade amounts to over 60% for the EU15 (*Funke and Kennedy 1997*).

Moreover countries have different capacities for carrying government debt, depending on their domestic savings rate. Countries like the Netherlands have typically had large current account surpluses coexisting with large government deficits because of very high private savings rates. A country with a high net saving rate can service a higher government debt ratio than a low saver without strain¹⁴.

These arguments imply that the stability pact should set different agreed targets for different countries, even in the long term. But it is also necessary to agree a reasonable convergence path to the long-term target position, taking account of the cyclical situation and the very different starting points of different countries. As a rough rule of thumb, the government deficit as a percentage of GDP will vary by just over half as much as the percentage deviation of GDP from its trend value. After a year of stagnation a country's GDP, taking the above illustrative figures, would be two per cent below trend; its government deficit would then be 1 per cent above any long run stability target. If a country is starting far from the target, it would make sense to plot a course to reach it over a reasonable time span, rather than triggering the Gadarene rush that we see at present.

What is needed, therefore, is a body independent of EU member governments – on the lines of the United States' Congressional Budget Office – to analyse the fiscal position of each country, its debt level, the debt stabilization conditions, the cyclical sensitivity of its deficit and its cyclical position. Armed with this information, it could make recommendations to an appropriate committee like ECOFIN for the long and short-run fiscal deficit ceilings that countries should observe. So long as countries observed these ceilings (nothing of course would prevent their following tighter policies if they wished although the independent fiscal analysts would draw countries' attention to excessive simultaneous tightening) they would be considered in good order and not susceptible to fines or other sanctions. The analysis, by taking explicit account of initial conditions and specifying reasonable speeds of convergence, and by giving early warning of excessive synchronization of fiscal policy changes, should help to eliminate gross policy errors. It would allow countries sufficient flexibility to take counter-cyclical action and so stabilize their economies, within an overall framework of fiscal restraint and discipline.

The Maastricht framework needs to be expanded therefore, not by adding the strait-jacket of a stability pact with uniform conditions for all countries,

¹⁴ Currie (1997) distinguishes between unsustainable debt, where governments borrow in a way which cannot be sustained indefinitely, e.g., Greece, and high but sustainable debt, where governments are able to service their debt indefinitely although levels are high, e.g., Belgium has sustained a debt level of 130 - 140 % of GDP since the early 1980s, p. 40.

but by creating an independent fiscal policy watchdog and procedures whereby countries could agree on differentiated and time-varying limits for each other's fiscal policy. That would eliminate the third risk – of some country being forced out of the system, generating general instability.

With those three changes, EMU could accommodate most members of the EU in the first wave.

Nonetheless, there does seem to be considerable public unease, particularly in Germany, to the idea of a broad EMU, including Italy in particular. Political pressures for a narrow EMU exist since bills have to pass both houses of the German parliament, as well as the constitutional court. However, there are pressures on the other side too. A founder member of the EU like Italy will strenuously resist exclusion on arbitrary or unclear grounds. And the grounds may inevitably appear arbitrary since Germany is apparently ready to agree to the inclusion of countries like Belgium, which is in flagrant contravention of one of the Maastricht conditions. A political clash seems certain. If an irresistible force is to meet an immovable object, it seems all the more odd that the partners do not discuss amendments to the design of EMU that would make it more robust and allow more countries to enter at once.

II. Ins and Outs

Nonetheless, it seems likely that some EU states will be excluded from the first phase of EMU. The core countries will not be willing to allow their exchange rates to float freely but will want them “managed” in some way to reduce instability and competitive devaluation. With the decline in inflation and the growth of mass unemployment, competitive devaluation has replaced competitive revaluation as a bugbear. However, while competitive devaluation is frowned upon, competitive deflation is regarded as acceptable. The favoured form of management is a new ERM. That does not mean a multilateral system with a numeraire being a basket of currencies, like the ECU but “radial” system in which the Euro is the core and satellite currencies are pegged to it. However, we should not forget history; the original ERM collapsed in that currencies were forced to declare meaninglessly-wide bands. And it did so not because it was a multilateral system but because currencies could not maintain their position in relation to the de facto core currency, the Deutschemark. A new ERM must be designed in such a way as to eliminate the vulnerabilities of the old one.

The speculation that destroyed the old ERM was different from the textbook, economic theoretic phenomenon described in the “speculative attack”

literature¹⁵. In theory an attack arises when a country is following unsustainable policies which will eventually exhaust foreign exchange reserves. The attack merely accelerates that event. In the case of ERM no country was evidently following a financially unsustainable policy. The markets judged that some countries' policies would be politically unsustainable because they would result in "excessive" deflation. The attack then forced up interest rates in those countries, making the deflation worse. Governments which were genuinely ready to persist with 10 per cent interest rates and a fixed parity were forced by the market to instead raise interest rates much higher. That did indeed make the prospective deflation really intolerable and a currency depreciation followed. The speculation was destabilizing in that it changed a situation that would have continued in the absence of the speculation and self fulfilling in that it brought about that which it expected. Governments were not allowed to pursue the policies they had – rightly or wrongly – chosen.

There are reasons to think that such "self-fulfilling" speculative attacks will be relatively rare. Often governments will intend to do what the market suspects them of. If they do not, why, in general, should large numbers of non-colluding market participants come to share the same suspicion? Indeed, the current fashion in economic theorizing to assume that everyone knows all they need to know to pursue their self-interest via rational calculation blinded economists to the possibility of destabilizing self-fulfilling speculation. After all if everyone knows everything, or at least can quote correct odds on the probability of all possible events, markets would "know" governments were sincere and would not speculate! Nonetheless, though rare, such attacks are manifestly possible and any viable system has to have a protection against them.

The requirements for an operational fixed-rate or fixed-zone system therefore are twofold. First, there must be a strong consensus on policy so that the policies of core and satellite are indeed consistent with a fixed rate. Second, there must be clear rules for when parity changes should occur. The ERM failed because it lacked both those requirements.

It is sometimes argued that central banks or monetary authorities cannot cope with unregulated capital markets because the latter deploy many times more funds in a week than the total of central bank reserves. The premise is true but irrelevant and the assertion is simply mistaken. The point is that currency speculators have to buy some currency whenever they are selling another. If they are speculating against fixed parities it follows they are buying one of the currencies in the fixed rate system. The central bank which controls that currency does not need reserves; it can simply provide

¹⁵ See, for example, *Krugman (1979)*.

unlimited amounts of its own currency to meet the speculative demand. It is impossible to run the Bank of Japan out of yen or the Bundesbank out of Deutschemarks.

The only limitation on this central bank response is that officials may share the fears of the speculators; they may be concerned that other currencies are over-valued or that others' policies are inflationary. If a central bank prints enormous sums of money to buy foreign currency (incidentally sterilizing any effect on domestic money-market interest rates) and then the foreign government changes policy and depreciates after all, the central bank will incur a currency loss. When it buys back its own currency with the newly acquired foreign-currency reserves, it will leave domestic currency in the system because the reserves have lost value. That is potentially inflationary. If, on the other hand, the speculators are wrong they will have to close their positions at an unchanged parity. The increase in domestic currency caused by the central bank intervention is then fully and harmlessly reversed.

To reduce the risks, the adjustable peg system needs a set of agreed indicators for policy and for the sustainability of existing parities. The unconditional commitment that was a feature of the ERM that central banks would intervene to protect parity limits must be made conditional. The ECB whose Euro was being bought would have no obligation to support another currency unless the indicators indicated it was sustainable and its government's policy was in accord with agreed indicators.

If the indicators were publicly known, much speculation would be eliminated. It was never credible that the Bundesbank would increase German M3 enormously to support another ERM currency, irrespective of the policies being followed elsewhere. It is more credible that the ECB would agree to expand money supply to support another currency, the stock of which was growing very slowly. In effect, the existence of indicators puts central banks in the system in the position of jointly targeting a range of indicators covering all the countries concerned. Of course not all speculation would be eliminated. If a country were meeting the stated conditions for support but only just, markets could speculate that soon the conditions would cease to be met and so on. Nonetheless if speculation were restricted to such marginal cases it would be an advance and close co-ordination should enable central banks to deal even with those.

The ultimate source of the ERM's instability was the incredibility of the Bundesbank's commitment to fixed parities, irrespective of the effects on domestic money supply. If one could imagine a situation in which the credibility of the ECB's commitment to a parity was complete, it is evident that there would be no crisis and no instability. The essential step in achieving

that is to make the commitment strictly conditional on agreed indicators but then to make it unlimited in size. Only a conditional commitment is credible. Without the unlimited, conditional commitment, there would be no way to defend a parity against destabilizing speculation. Current suggestions that the satellite monetary authority should alone be responsible for the parity are, to put it bluntly, nonsensical.

Of course, in determining intervention on the basis of indicators in a satellite country, the ECB would at the margin be altering short-term monetary policy in the light of conditions in a satellite country. That means in effect that the ECB would be running monetary policy for satellite as well as core and doing so with regard to conditions in the satellite as well as in the core. That is not necessarily in conflict with the objective of controlling inflation in the core countries because the conditionality implies that the ECB does not have to underwrite an inflationary policy. However, there is no question that its geographical area of responsibility is enlarged to embrace the satellites and their inflation too. I argue that such is inevitable if a fixed parity is to be preserved. That is increasingly recognized, at least among academic economists. Indeed some have gone even further in trying to design an “ante-chamber” for EMU. Daniel Gros, of the Centre for European Policy Studies, for example, has argued for an Associate Status¹⁶. In this, satellites would give up independent monetary policy, fix the exchange rate and have their central banks act as currency boards with all money issuance backed by Euro reserves. They would also take on all obligations of EMU membership.

However, that comes very close to my suggestion for EMU itself: simply to admit everyone but restrict voting rights to those who are in compliance with agreed fiscal and other conditions. It is almost a semantic matter whether non-voting countries are described as non-voting members or associate members. Gros’ idea of inventing a new category of countries may have the political advantage of reconciling public opinion in Germany to Mediterranean countries being included.

The point is that any viable ERM-type system must involve a high degree of policy co-ordination, both fiscal and monetary, between satellite and core with reciprocal obligations. The idea that the satellites can attach themselves without the ECB incurring any obligations is a pipe-dream that will be shattered by the first speculative attack. The EMU system will not escape entanglement with its satellites in any event. That reinforces my conclusion that it is better to accept the fact and design into the system features that will promote its stability in any event.

¹⁶ Gros (1996).

III. The Real Outs

One thing strikes any visitor to the UK about the current debate over EMU. Compared with the situation on the Continent, there is no discussion of the political importance of EMU or the strategic political role of the EU. There are large questions about whether EU widening is compatible with deepening, how far variable geometry can go, whether the *acquis communautaire* now needs to be replaced with a new European constitution defining core requirements of membership. But these are little discussed, being dominated by a parochial and rather sterile focus on British parliamentary sovereignty. If the political discussion is poor, the economic debate is by contrast unusually sophisticated. There is much more discussion of the risk of non-uniform shocks or non-uniform responses than is heard in any continental country.

In the UK, the economic risks attaching to EMU are therefore much more evident than they seem to be elsewhere. Take the current situation. The UK has higher inflation than in France or Germany, some three per cent instead of one and a half per cent. Cyclically the economy is growing faster and credit demand appears to be recovering with house prices rising at 7 per cent annual rate. UK short term interest rates are some three percentage points higher than those in France or Germany and probably due to rise further. In EMU, the UK would be compelled to maintain short-term rates at the Franco-German level. A more serious inflation would be the inevitable consequence. Since there is no guarantee at all that EMU would synchronise the business cycle in the UK and elsewhere in Europe, that kind of problem is likely to recur, threatening worse inflations and deeper recessions. Meanwhile if the risks are clear, the purely economic advantages seem rather small in comparison. For example real long term interest rates are almost identical in Germany and the UK. UK bonds yields are some 170 basis points higher at the time of writing – but that is almost precisely equal to the inflation differential.

The problem is that EMU requires an act of faith, a readiness to take considerable risks and incur short-term costs in the interests of a remoter future. Many of the benefits are also political. Continental countries have made the act of faith in pursuit of a political goal and regard the considerable economic risks as difficulties to be overcome when they arise. Because the British have not, for the most part, made that act of faith, they regard the economic risks as debits to entered in an economic cost/benefit assessment of the EMU idea. It is not surprising, given the different nature of the debate, that they can come to a different conclusion.

The UK may well exercise its option to remain outside EMU, at least in its first phase, and see how things develop. However, that should not

impede the development of EMU and I hope it does not invalidate the analysis of a writer, like myself, based in London!

Bibliography

Alesina, A., G. Cohen and N. Roubini (1992) 'Macroeconomic Policy and Elections in OECD Democracies', Economics and Politics. – *Allsopp, C. and K. A. Chrystal* (1989) 'The Assessment: Exchange Rate Policy in the 1990s', Oxford Review of Economic Policy, Autumn 1989. – *Baldwin, R.* (1989) 'The growth effects of 1992', Economic Policy, no. 9 October 1989. – *Banchoff, T.* (1997) 'German Policy Towards the European Union: The Effects of Historical Memory', German Politics, Vol. 6, no. 1 April 1997. – *Bishop, G.* (1997) 'The European Central Bank and the Prudential Regulation of the Financial System', speech to the European University Institute, Florence, 26 June 1997. – *Commission of the European Communities* (1990), 'One market, one money', European Economy, no. 44 October 1990. – *Corsetti, G. and N. Roubini* (1992) 'Tax smoothing discretion versus balanced budget rules in the presence of politically motivated fiscal deficits: the design of optimal fiscal rules for Europe after 1992', CEPR Discussion Paper, no. 682. – *Currie, D.* (1997) The pros and cons of EMU, Economist Intelligence Unit. – *Funke, N. and M. Kennedy* (1997) 'International Implications of European Economic and Monetary Union', OECD Economics Department Working Papers, no. 174, 1997 (OCDE/GD (97) 61). – *Giovannini, A. and L. Spaventa* (1991) 'Fiscal Rules in the European Monetary Union: A No-entry clause', CEPR Discussion Paper no. 516, January 1991. – *Gros, D.* (1996) 'Towards Economic and Monetary Union: Problems and Prospects', CEPS Paper no. 65, Centre for European Policy Studies, Brussels. – *Holtham, G.* (1989) 'Foreign Exchange Markets and Target Zones', Oxford Review of Economic Policy, Autumn 1989. – *Krugman, P.* (1979) 'A Model of Balance of Payments Crises', Journal of Money Credit and Banking, 11/3. – *Lehman Brothers* (1991), 'Germany: Deficits, Debt and Interest Rates', November 1991. – *Lehman Brothers International (Europe)* (1997), 'Strategic Investor: emu perspective', 23 May 1997. – *Mundell, R. A.* (1961) 'A Theory of Optimum Currency Areas', American Economic Review, Vol. 51.

The Politics of EMU

Problems in Creating Wahlverwandtschaften

By Klaus Gretschmann, Aachen,
and Hans-Helmut Kotz, Frankfurt a. M./Maastricht*

Politics is not primarily choices,
it is interpretation.

J. G. March, J. P. Olsen

I. EMU as a logical corollary

At first glance, the movement towards *European Monetary Union* (EMU) appears to be nothing but economically and historically straightforward. The starting point was real business, namely the *Single European Act* which was basically about the removal of the remaining non-tariff barriers to intra-European trade. As an upshot, the single market in goods and services called for a commensurate liberalization of cross-border movements of capital and labor. EMU itself, the creation of a single European currency and control of union-wide monetary policy by a European Central Bank, was therefore a corollary to this – the logical capping stone of the whole venture. It was, and is, considered as indispensable for the successful operation of the internal market.

Admittedly, the above is the official reading, rendered in a report by the European Commission (1990), appropriately titled “One market, one money”. Following this line of reasoning, EMU is mainly a macroeconomic project, its target being essentially to shield the internal market from the vagaries of fluctuating exchange rates and the perceived threats of *dévaluations compétitives*. Both, high volatility of the intra-European exchange rates, and misalignments – could spell substantial trouble. In times of crisis, they might even jeopardize the internal market, thus creating a substantial wedge between potential and real benefits to be reaped from *Europe 1992*.

* Professor of Public Finance and General Economics, RWTH, Aachen; Chief Economist, Deutsche Girozentrale, Frankfurt a.M. and Visiting Professor, EIPA, Maastricht, respectively.

Some players in all of this, to be sure, entertain much more ambitious hopes. In their eyes, EMU is an essential part of a far-reaching political strategy of integration yet to be consummated. By way of sketching, one might posit that the EU, during the course of its history, has gone through different phases emphasizing different areas of integration. The period between 1957 and 1968, when the members of the then-EEC established their customs union, might be characterized as the phase of *trade-driven integration* (free movement of goods). During the 1980s, in the aftermath of a considerable slow-down in integration efforts in the 1970s – mainly in response to the collapse of the Bretton Woods system and the two oil-crises – momentum received a boost in the form of what we would call *factor-driven integration* (free movement of capital and labor). Eventually, the 1990s have so far been marked by what we may call *money-driven integration*, as laid down in the provisions for EMU in the Maastricht Treaty on European Union. (Of course, we should not forget that there were earlier attempts at monetary integration such as the Werner plan and the second stage of the EMS.) For Euro-federalists the logical continuation along this trajectory leads to social, fiscal and political union, and ultimately the United States of Europe. Quite palpably, however, much less a federalist than a Gaullist-Thatcherite conceptualization currently prevails.

Obviously, the European integration process has always been heavily politically loaded and this has been particularly true in monetary affairs (Gretschmann et al. 1992, Eichengreen, Frieden 1994). Therefore, since more than pure economics is evidently involved, this paper will focus on the political dimension of EMU. Indeed, canonical economic models, while delivering an essential intuitive sketch of what monetary unions are all about, tend to look rather as if the purpose is to draw the geographical dimension of EMU-Land (Mélitz 1994). Hence, politics is an unavoidable and even decisive piece of the overall rationale (II). For an understanding of EMU's design as well as the transition phase towards it – “Stage two”, in the Maastricht lingo – it is helpful to interpret it as a two-level game (Dyson 1994). One level captures the domestic marketing of EMU, catering for fairly diverse national political contexts. The other, the international plane, is about institution building within an intergovernmental process and the different philosophies on how Europe (should) work(s) (III). Such an approach sheds a different light on the transition process towards EMU; but it might be particularly interesting in deciphering the actual operation of EMU – if, indeed, the Union falls into place.¹ After all, EMU is also about

¹ Indeed, at the time of writing, barely one year ahead of the scheduled starting of Stage three, the “if” is still uncomfortably large. The consensus among market

a general re-orientation of economic policy, a new policy design. And its set-up is predicated on a specific approach to economic policy which stresses rules while being suspicious of a more discretionary approach (IV). Following a general perception, EMU was frequently understood as a Germanification of Europe, pure and simple. Conversely, as codified in the quasi-automatic *Stabilitätspakt*², the soon-to-be Europeanization of monetary policy will be an innovation under all European skies. As a consequence, all nations participating in EMU must adjust to some quite substantial requirements.

II. EMU: Economic and/or political rationales

The traditional view on optimal currency areas stresses the mobility of factors of production, the openness relative to the potential club members, the differentiation of production structures, and fiscal integration. In basically trying to build empirical proxies in this vein, the more recent literature emphasizes the difference between transitory and persistent shocks as well as the variability of real exchange rates (where operating monetary unions serve as a counterfactual; see *Méltiz 1994, von Hagen and Neumann 1994, Gros 1996b*).

Although some could not resist taking the “philosopher king’s” perspective, economics is not, in principle, in a position to clinch the case, since, even if one sidelines conflicting interests – which are of course legitimate in a pluralistic society – *the* true model simply does not exist. But politics abhors agnosticism. Therefore, the practical implementation of EMU could not but take its cue from additional considerations. They derive basically from three dimensions: the intra-national context, the intra-European set-up, and the external or international environment.

pundits is only a bit above even odds of EMU being launched on time. And, in fact, the Bayesian probabilities pondered all deal with outguessing the politics of selling EMU to rather reluctant constituencies.

² The stability pact foresees financial sanctions for those countries exceeding deficit limits after entering EMU. It establishes deadlines for carrying out certain procedures and outlines the occasions when a country could be excused for overrunning the limit. Sanctions against a transgressor will have to be applied within nine months of an excessive deficit first being identified by the Commission. These sanctions will include a non-interest bearing deposit of a specified amount – a fixed rate of 0.2% of GDP plus a variable component equal to one-tenth of the difference between the deficit as a percentage of GDP and the 3% reference value – which will “as a rule” turn into a fine if the overshoot has not been corrected within two years. The fines should be exacted on a yearly basis and the maximum payment in any year should be 0.5% of GDP. It has also been agreed that “only ‘virtuous’ participating member states” should be allowed to benefit from the proceeds of the fines.

1. *Economic approaches to the geography of money*

At least some of the time economics is deployed in the world of real politics in a Montagu Norman fashion. According to Charles Goodhart, the Bank of England's long-serving governor greeted his first economic advisor with the remarks: "You are not here to tell me what to do. You are here to tell me why I have done what I already decided to do." But even if one starts from such a sobering view, economic arguments might, at the very least, educate the public intuition. Moreover, in this particular event, they were heavily employed to make the official case for EMU.

EMU's benefits and costs are measured in terms of the achievement of ultimate goals. Therefore, any evaluation inevitably entails value judgments. As concerns the benefits, the Euro implies that reduced transaction costs are within its geographical reach. In addition – and arguably more importantly – uncertainty emanating from volatile intra-European exchange rates, which in particular hamper cross-border investments, would be gone for good. As a consequence, the regional allocation of capital should become more efficient. Incidentally, this would provoke some need for structural and, probably, regional adjustments. Still, the overall (micro-economic) efficiency gains are deemed sufficient to bribe possible losers in the process to accept the new EMU-world. EMU's costs, however, are macroeconomic. Inasmuch as shocks to aggregate demand or supply are regionally specific and, in addition, the respective markets do not adjust fairly rapidly, retention of the national monetary policy tool-kit might facilitate the adjustment process. A judgment in this instance, however, only reveals one's economic approach, in the reading of the world.

Technically, the move from a multi-currency to a single-currency framework means relinquishing the shock-absorbing function of the nominal exchange rate. This would entail a loss in a situation where an excess supply of regional factors of production and/or an excess demand for extra-regional products exists (*Meltzer 1996*). Of course, such a regional current account deficit, reflecting an absorption temporarily above regional production, might be financed via (transitory) fiscal transfers. The alternative would be that surplus labor migrates out of the region exhibiting an excess supply of local factors of production. Politically speaking though, both ways of reacting are quite a tough sell.

Germany, for example, responded to significant competition from Portuguese and UK construction workers by introducing a law (*Entsendegesetz*) calling for minimum wages in the sector – effectively eliminating the comparative advantage of the foreign workers. One might wonder how that squares with the free-trading philosophy of the SEA, the strive for an unimpeded movement of labor, capital and goods – in particular since trade in

goods is but a technical substitute for migration. A logical sequel would be to protect not only the non-tradable sectors but import-competing industries as well. Moreover, what concerns fiscal federalism to allow for some burden sharing in the face of regionally-specific shocks, this is quite obviously unpalatable in most national political contexts. Indeed, the notion of a “transfer union”, which in view of German unification has a certain pejorative ring to it, is arguably the most effective case in point of the Euro-skeptics in the German debate.

A strict interpretation of the German-inspired *Stabilitätspakt* implies that the adjustment requirements fall most heavily on the national labor markets. In other words, the brunt of the burden is borne by the immobile factor. This will be all the greater, the more sticky the wage formation process is and the more inflexible overall labor market conditions are.

Evidently, the advice giving profession has never been aloof from political considerations. In fact, it is here, where politics begins. And in our case, perhaps inadvertently, the actual consulting uncovered rather surprising views. Almost as a rule, those who normally espoused the view that the performance of the real economy is more or less invariant to the monetary policy (or even fiscal policy) pursued, confessed their skepticism over EMU. They held that losing the nominal exchange rate was, indeed, a loss. In order to make the case for retaining monetary policy at the national level, they were therefore forced to argue from a policy effectiveness position. Such non-neutrality of money, however, does not sit well with models in which the public is usually presumed to be aware of the structural features of the economy and in which private agents only deviate from a rational expectations equilibrium if pushed by random disturbances. Indeed, if one believes that variations of the nominal exchange rate cannot fool optimizing individuals into ignoring its real level, one should be quite indifferent, if not in favor, of a common currency. Institutions, being a quite transparent veil, do not really matter in this type of reasoning. On the other hand, those who normally factor into their models slowly adjusting relative prices and staggered wage contracts – hence a rather viscous market clearing and thus all sorts of coordination failures – should be more than reluctant to opt for a single currency. In this world, policy invariance does not hold. Hence, relinquishing the national monetary policy comes at a positive price. But Keynesians old and new, somewhat surprisingly, assumed an internationalists’ habit; monetarists, on the other hand, have tended to side with the skeptics.

One explanation for these apparently inconsistent views probably has to do with the preoccupation with what policy would be in an EMU in operation. And here, expectations were – and are! – rather disparate. In fact, the puzzle’s solution is probably quite simple: Inasmuch as the rules as laid down in the

Maastricht treaty and its first amendment, the *Stabilitätspakt*, are not adhered to, economists with a preference for a less active demand management have reason to side with EMU critics. Conversely, if implementation of all the rules will not or cannot be *à la lettre*, then the more intervention-minded will not be obliged to give up all hope at entry. They possibly view the rule-oriented set-up as quite unstable and hence untenable.

2. Political rationales for EMU

In a nutshell, the official case in favor of EMU rests crucially on a *linkage logic* (Kotz 1996): It starts from the observation that foreign exchange markets are too volatile and too prone to overshooting to allow a policy of benign neglect. Moreover, the official view subscribes to the Mundell-Cooper-Padoa-Schioppa unholy trinity; this posits a fundamental incompatibility between freedom of capital movements (as the SEA called for), a commitment to stable intra-European exchange rates (as embedded in the EMS) and an independent national monetary policy. This makes “incomplete monetary unions” (de Grauwe 1995) vulnerable to substantial speculative attacks. Of course, the invoked nexus between the completion of the internal market and monetary union has been frequently challenged (Kenen 1995). After all, mutually beneficial trade can obviously be consummated in an environment of flexible exchange rates. What is more, a market solution exists to deal with the uncertainty arising from currency volatility: hedging instruments. Still, one could make the case that abolishing the exchange rate would result in a reduction of the overall or the systemic risk. This would, however, lay bare the official reading’s rather implicit reliance on a market failure argument in respect of currency markets. This is, at least to some degree, fairly peculiar in a program which otherwise unequivocally extols the virtues of markets best left to themselves.

Be that as it may, the official text states that EMU is a natural corollary of the internal market. Its major justification lies in preserving its real – that is predominantly micro-economic – benefits. However, since the days of Schuman and Monnet, economic integration in Western Europe has always served more than mere efficiency enhancing purposes. And what concerns EMU, there has obviously been an extra-economic and at times almost hidden agenda which we have not yet addressed. Why did countries signing the Maastricht Treaty commit themselves to EMU in the first place? As mentioned above, we will sketch a response along three dimensions. Firstly, in some national contexts EMU might have facilitated the implementation of policies which would otherwise be impossible to employ. Secondly, in the intra-European dimension, EMU allowed for a more symmetrical approach to monetary policy formation in Europe. More-

over, an acceleration of European integration was seen as a means to contain the unbalancing impact of German unification. Thirdly, in the international domain, EMU was perceived as a means to nurture Europe's capacity to shape its own economic future in a globalized environment. We will, in a rather broad-brush way, take up each of these rationales one at a time.

The first point refers to the possibility for governments, in their game with the voting public, to instrumentalize international agreements – i.e. external political commitments – for purposes of pursuing domestic policies otherwise difficult or near-impossible to apply. Inasmuch as Europe is valued by the median voter as an asset, tying one's hands with international agreements facilitates problematic structural reform. This strategy amounts to an externalization of domestic legitimacy costs. And, indeed, such a pattern of *scapegoating* clearly permeates the move towards EMU. In almost all member states it has turned out to be extremely arduous, to marshal the domestic support necessary for cutbacks in public expenditures and reforming tax systems with the aim to reach sustainable public debt situations. In fact, the necessity to satisfy the (un)famous admission criteria of the Maastricht club has often been brought into play to fend-off domestic opposition and deflect dissatisfaction. Thus, just like compliance with measures determined in an intergovernmental or supranational institution, commitment to EMU might facilitate “unpopular” decisions. Hence, membership in such institutions is rational since it (a) allows domestic politics to shift legitimacy losses onto third parties and, (b) delivers excuses.

But even though such a scapegoating might provide welcome backing for domestic economic reforms, it does not come completely without cost to the user: Basically, externalizing costs onto an international player merely redistributes them. If this involved diffusion over several actors it might be beneficial since burdens would be shared and visibility lowered. In the case of EMU however, we are to some extent witnessing an accumulation of the political costs on one actor, the EU; this therefore entails an increase, not a decrease in perceptibility. This could easily be *the* major reason for the lack of popular support for the integration of Europe among its peoples.

The intra-European dimension might be most plausibly interpreted against the background of German unification, which emphasized particularly the French preoccupation concerning German domination, symbolized by the Deutsche Mark. Indeed, EMU is largely about the *couple Franco-Allemande*. The new entity was regarded as too strong for European comfort. Hence, according to anecdotal evidence (*Giesbert* 1990), the acceleration of European integration was a typically Mitterrandian way of dealing with this anxiety: By delivering a Europeanization of monetary policy, EMU would erode the hegemonic German position and give way to a cooperative determination of the thrust of economic policy. The representative

German probably complied with this approach since he felt some unease about the dimension of the new changes and challenges as well. Moreover, by reducing uncertainty and hence the value of the option to wait for investors, a more stable trading environment seems to be of particular importance for the German economy (*Gros* 1996a).

Finally, the third reason why European nation states might have made such strong commitments: It has become a truism that the nation states of Europe have lost a large share of their political sovereignty and parts of their economic steering power to liberalized and deregulated global markets. Of course, it is currently fashionable to exaggerate the impact of globalization; this was arguably as far-reaching at the time of the Gold Standard (*Eichengreen* 1996, *Gretschmann, Heitzer-Susa* 1997). However, most prospective EMU club members are small, open economies. Hence, they operate under a given world market interest rate. As a result of a high degree of cross-border asset substitutability this essentially implies the end of classical macro-stabilization.³ For EMU-Land, on the other hand, the large-country case holds true. Thus, to put it in the Mundell-Fleming context, the balance of payments equilibrium curve slopes positively in the interest rate/output space. Consequently, Europe could recapture some ground lost in the national context, and win room for a more autonomous policy. Being less open than its constituent regions in terms of trade as a proportion of GDP, EMU-Land would be able to take a benign neglect position. Hence, EMU can be understood as a means of regaining political control, lost at the national level, by the higher intergovernmental or supranational level. According to some expectations, it will, thus, contribute to an increase rather than to a loss of political sovereignty vis-à-vis market forces.

Moreover, again with regard to the external dimension, some hope that with the Euro in place, the economies represented by the new currency should be able to form a counterweight to challenge the US economic hegemony on the monetary side. This would enhance the weight of European economies and polities in the conflicts of interest in the 21st century (*Bénassy-Quéré* 1996, *Bénassy, Italianer, Pisany-Ferry* 1994). It is unclear, however, if such an evolving new power structure would produce a more stable global exchange-rate system. In fact, since the set-up closely resembles a classical duopoly, à priori a bi-polar currency system might be prone to increased volatility – ultimately demanding more not less coordination with the former hegemon, the United States.

³ In addition, globalization enhances the importance of the exit option for multinational companies. The resulting arbitrage opportunities between regulatory and tax systems significantly contain the possibilities to tax the mobile factors. Consequently, the ensuing competition between tax systems will limit public-sector intervention from the financing side of governmental accounts (see *Tanzi* 1995).

III. EMU: Policy interdependence and belief differences

In fact, the lack of a coherent economic underpinning – the gap in the linkage logic – goes a long way in explaining the difficulties in implementing EMU. There was, apparently, an urgent need for the appeal to quasi-natural laws that would, on the one hand, reassure the stability-minded northern Europeans on the inherently sound features of the Euro, and on the other hand, de-politize the club admission. *Scientification* – to borrow a notion from the German philosopher Jürgen Habermas – was therefore regarded as imperative.

Indeed, the Maastricht criteria seem to us to have been conceived in this manner: They betray no compelling economic logic (Artus 1995, Buiter et al. 1993, de Grauwe 1994). Since they are open to interpretations, diverse national readings inadvertently confirm this assertion. This has a bearing inasmuch as it foreshadows tensions that will arise on the back of spill-over effects in an ever more integrating European economy. It will give rise to additional coordination issues. This impact might be analyzed along the lines of the literature on policy-coordination (for an instructive overview see: Bryant 1995). There, the major obstacles are different national constraints on the policy instruments available (*limited domain*); cross-country differences in the degree of (inter-)dependence (*differences in spill-overs*); disagreement about the effects (size and sign) of specific policy changes on policy targets (*model uncertainties*); and, finally, differing views on the appropriate policy (*differences in beliefs*). And as Frankel and Rockett (1988) have demonstrated in simulation exercises, these difficulties imply that cooperation gains are anything but a foregone conclusion.

1. Belief differences

The EMU case is indeed unique since monetary policy will be centralized – obviously the purest form of cooperation. Thus, there will only be *one* model of monetary policy. With policy interdependence further emphasized, coordination mainly concerns fiscal and income policies – a set-up that almost naturally calls for a convergence of beliefs about what economic policy can achieve. Fairly obviously, a common philosophy would be conducive to a consistent approach (Artus 1996). But the *mode d'emploi* of the monetary union (Brender 1996), is still a bone of contention. Since in open societies the design of economic policy is bound to remain a subject of ongoing controversy, policy-setting in EMU will be predicated on the prevailing or hegemonic paradigm of economic explanation.

To a large extent it is therefore, *beliefs* which determine the will, the action and the drive to pursue or to stall EMU. The key EMU beliefs are

both of an economic and a political character (Dyson 1994). The list below illustrates some of the most important and disputed EMU beliefs:

- efficiency is enhanced via liberalized trade flows and cross-border capital movements;
- fixed exchange rates in Europe are superior to floating ones;
- the long-term costs of devaluation on competitiveness outweigh the benefits;
- there is inherent virtue in the unconditional pursuit of price stability;
- an independent Central Bank is inherently superior to one that is politically-malleable;
- EMU provides an efficient means of controlling the power of Germany.

Of course the degree to which individual member states subscribe to such beliefs varies widely. Consequently, their individual commitment and willingness to enter into the EMU process and accept the structural constraints of an EMU regime are by no means identical.

2. The French-German case

Although national debates are developing along substantially autonomous lines – which means quite diverse views are being entertained on what type of animal EMU will be – there are inevitably overlaps. The early participation of Italy, for example, has been seen in Germany as the major symbol of a fundamentally unstable monetary union. In France, on the other hand, to play the *terrible simplificateur* once more, Italian participation is almost a *conditione sine qua non*.

Belief differences are constantly uncovered in the respective national discourses – that is, in the political marketing of EMU intended for home consumption. They reflect the prevailing views; to simplify, the aspirations of the representative agent. The conflicting set-up of beliefs is particularly important in the French-German case. In France, the notion that EMU will de-politicize monetary affairs and subject it to technocratic and exogenous control is still somewhat alien. All academic arguments about a hard-nosed central bank producing the optimal inflation outcome notwithstanding, monetary policy is, as an upshot of a long history, deemed to be a political and not a technocratic prerogative. On the other hand, for those countries in the EMS “hard core”, monetary autonomy has, for more than a decade already, barely been more than symbolic. Deep-rooted attitudes were also betrayed in the proposal of a *gouvernement économique* as a sort of countervailing power to the strong European Central Bank, and the reluctance to accept an automatic *Stabilitätspakt* inspired further German unease.

This is arguably a consequence of the marketing of the Euro under German skies. Whereas the regret value of the DM – after an impressive historical record – is pretty clear, the net present value of the introduction of the Euro for risk-averse German wealth holders is less than obvious. This is why the notion of stability, intrinsically linked in particular to the excessive deficit criterion, gained such a prominence. A strict reading of the article 104c – in conjunction with the 5th protocol *à la lettre* – was deemed as indispensable in Germany to gain acceptance for launching EMU on schedule. Though this line of reasoning has literally no backing in any sort of accepted academic wisdom – what, after all, can the deficit of one particular year tell us about the solvency condition; what has it to do with the functioning of a monetary union? – a more flexible interpretation of the treaty would have been read as renegeing on the entire stability orientation. In order to assure the rather suspicious German audience therefore, strict and binding constraints were introduced for fiscal policy throughout Europe.

In the Southern European economies, on the other hand, quite rigorous adjustment programs (as measured by the primary surpluses) have been predicated on the need to attain the Maastricht criteria. In this way, the attempts at achieving the first wave made EMU a general excuse for implementing unpopular policies. In France, the debate about *une autre politique* has been particularly intensive (Fitoussi 1994). Some hopes were placed in the thought that after grilling in purgatory for such a long time, this investment would redeem itself in EMU-Land in a more expansionary set-up of fiscal and monetary policy.

However, the *Stabilitätspakt*, re-baptized as *Stability and Growth Pact*, frustrated this longing. We hazard to forecast that the debate about this rule-oriented guideline will stay with us. In its most recent interpretations, the Pact almost amounts to a balanced budget rule. Even in its diluted, quasi-automatic version it implies a revocation of a substantial part of the automatic stabilizing function. Since the responsiveness of fiscal deficits to the state of the economy is still quite disparate across Europe this will be a real shift of regime for many. Moreover, balancing requirements call for a procyclical variation in marginal tax rates, and hence add some distortionary effects to the economy. It is basically these two points which make mainstream economics rather reluctant to accept rules for fiscal policy (see Mankiw 1994). In addition, in the EMU context, this means that with the nominal exchange rate gone and the adjustment mechanisms on the labor markets (still?) rather weak, fiscal constraints increase the cost of adjustment. However, German distrust in the ability of the political process to stabilize output clearly prevails.

Obviously, our juxtaposition of national views is too simple an aggregation, possibly acceptable only as a first approximation. A fairly diverse set

of views on EMU exists in all of the prospective member states. In addition, as Anton Brender (1996) correctly points out for the French-German case, actual practice is significantly less divergent than the clichés suggest. Moreover, as governments change, perceptions about the appropriate policy response will evolve as well. The Maastricht Treaty's provision are not carved in stone.

IV. By way of concluding: Europeanization of the German model?

Our core thesis has been that an adequate understanding of the conception of EMU cannot ignore the politics of economics – ideas about what economic policy should target and how it should respond to changing circumstances. As an upshot, a critical evaluation of the – basically nationalized – political discourse will remain important. In fact, integration, whether monetary or otherwise, is embedded in and constrained by a fairly disparate set of economic beliefs. Considering this quite divergent mind-set and taking into account the challenges which the Union faces at the turn of the century, the conceptual, theoretical and political foundations on which EMU has been erected appear rather shaky. This conclusion stands up to scrutiny even if one takes into account the two prime political motives for making EMU happen: scapegoating, and the reclaiming of control power vis-à-vis global markets. Both potentially ease domestic policy-making and economize on legitimacy costs. However, both come at a price: Through scapegoating the European *ideal* will suffer and may be reduced to the level of a European *deal*. In addition, attempts at recapturing steering power make it all the more transparent that national policy making is now rather constricted. This, in turn, may diminish the reputation of policy makers and cast their activities in the light of inconsequential politicking.

We have already succumbed to discussing approaches to economic policy making in a Manichean way. Following Michel Albert (1991) it has become fashionable to oppose two approaches: The Anglo-Saxon, predominantly market-driven model, and the *capitalisme rhénan* with a mixed-economy base and a consensus orientation. In an international context, in fact, starting from the latter (idealized) model makes ample room for communicational problems. In a standard vein, proponents of the *capitalisme rhénan* would emphasize the concept of *Soziale Marktwirtschaft* composed of *Ordnungspolitik* – the general working of the economic system – on the one hand – and *Prozesspolitik* – the macro-stabilization task – on the other hand. In this approach, the crucial point is the separate or joint responsibility for macro policymaking. Whereas the *theoretical* division of labor ascribes monetary policy to an autonomous Central Bank, fiscal policy to government, and incomes policy to labor and management, the *applied* model

reflects a much more intertwined and coordinated system of cooperation among the relevant institutions. In fact, these fairly different approaches contain substantially varied implications for the Europe to come.

To put it in a nutshell: The *real* German model banked on a consensus approach, an at times even explicit cooperation between monetary, fiscal and incomes policy. The EMU set-up is, however, much closer to the German *theoretical* approach of a clear-cut assignment of the different policies to separate institutions and actors. In addition, it is shaped in a pyramidal form, with a Europeanized monetary policy at the apex. National fiscal policy will be negatively coordinated – via the *Stabilitätspakt* – and wage formation will be aligned in a regional dimension. This is, to be sure, a very new ball game – pretty close to the Anglo-Saxon model. As for fiscal policy, the objective of balanced budgets definitely opens up a new world. Incidentally, over the last quarter of a century, the actual deficit as a share of GDP in Germany was about 2¹/₂ percent. In the light of these facts, one might raise the question whether the French proposal of an “economic government” is not really in the spirit of *Modell Deutschland*.

Obviously, it would be premature to suggest that the launching of EMU entails the end of economic policy history. This project in social engineering will definitely provoke ongoing debates about the appropriate design of stabilization policies. And in view of the idea that “money is a social institution comparable to language” (Tobin 1982) an enlightened intra-European discourse is indeed essential. Therefore, it is no minor mishap that the creation of some sort of mutual understanding on policy approaches in this *Wahlverwandschaft* is still wanting. Because, if not a precondition, this appears to us to be an important building block of EMU. Milton Friedman (*L'Express*, October 26, 1995: “Européens, vous vous trompez”) even alluded to “ces conditions psychologiques, pourtant indispensables au succès durable d'une monnaie unique”. The inability or unwillingness to address these soft factors with hard effort may either cause a dismantling of the whole EMU project, or provide for a very rocky route towards monetary integration. If nothing else, the soothing officialese so far considered sufficient to win the public's confidence and support can only be characterized as a complacent neglect of the true problems.

References

- Albert, Michel (1991): *Capitalisme contre capitalisme*, Paris: Seuil. – Artus, Patrick (1995): *The Convergence Criteria Prior to Monetary Union: Prospects and Unresolved Problems*, in: Caisse des Dépôts, Service de la Recherche, Étude no. 16. – Artus, Patrick (1996): *What Type of Monetary Union*, in: CDC Marchés, Research Department, Flash no. 96 - 62. – Bénassy-Quéré, Agnès (1996): *Potential-*

ities and Opportunities of the Euro as an International Currency, EU Commission-Economic Papers No 115, Luxembourg/Brussels. – *Bénassy*, Agnès, Alexander *Italianer*, Jean *Pisany-Ferry*, (1994): The External Implications of the Single Currency, Special Issue of *Économie et Statistique*. – *Brender*, Anton (1996): *L'Impératif de Solidarité. La France face à la Mondialisation*, Paris: Editions La Découverte. – *Bryant*, Ralph C. (1995): *International Coordination of National Stabilization Policies*, Washington DC.: Brookings. – *Buiter*, William, Guido *Corsetti* and Nouriel *Roubini* (1993): *Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht*, Economic Policy, vol. 16. – *Commission of the European Communities* (1990): *One Market, one Money*, Luxembourg, Brussels. – *De Grauwe*, Paul (1994): *The Economics of Monetary Integration*, Oxford: OUP. – *Dyson*, Kenneth (1994): *Elusive Union: The Process of EMU in Europe*, London, N.Y.: Longman. – *Eichengreen*, Barry, Jeffrey *Frieden* (1994): *An Analytical Introduction*, in: *Eichengreen/Frieden* (eds.): *The Political Economy of European Monetary Unification*, Boulder: Westview Press. – *Eichengreen*, Barry (1996): *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton, N.J.: Princeton University Press. – *Fitoussi*, Jean-Paul (1995): *Le débat interdit*, Paris: Arléa. – *Giesbert*, Franz-Olivier (1990): *Le Président*, Paris: Seuil. – *Gretschmann*, Klaus, Hans-Helmut *Kotz* and Olaf *Sleijpen* (1993): *The European Monetary System: The Geography of Economics vs. the Politics of Money*, in: *Gretschmann*, Klaus (ed.): *Economic and Monetary Union: Implications for National Policy-Makers*, Dordrecht: Martinus Nijhoff. – *Gretschmann*, Klaus (1994): *Germany in the Global Economy in the 1990's: From Player to Pawn?*, in: *Stubbs*, G. *Underhill* (eds), *International Political Economy*, London: McMillan. – *Gretschmann*, Klaus, *Heitzer-Suša*, Elke (1997): *Internationale Organisationen als Parafiski*, in: *Tiepelmann*, K., *Beek v.d.*, G. (eds.), *Politik der Parafiski*, Hamburg: S+W-Verlag. – *Gros*, Daniel (1996a): *Germany's Stake in Exchange Rate Stability*, in: *Intereconomics*, September/October, pp. 236 - 240. – *Gros*, Daniel (1996b): *A Reconsideration of the Optimal Currency Area Approach: the Role of External Shocks and Labour Mobility*, in: *National Institute Economic Review* 4/1996. – *Kenen*, Peter B. (1995): *Economic and Monetary Union in Europe. Moving Beyond Maastricht*, Cambridge: Cambridge University Press. – *Kotz*, Hans-Helmut (1996): *How Trade, Financial and Monetary Integration Interact: The European Experience and Approach to Integration*; paper prepared for the conference on *Monetary and Financial Integration in an Expanding (N)AFTA: Organization and Consequences*, Centre for International Studies, University of Toronto, May 16 - 17, 1996. – *Mankiw*, Gregory (1994): *Macroeconomics*, New York: Worth Publishers. – *Méltiz*, Jacques (1995): *The Current Impasse in Research on Optimum Currency Areas*, *European Economic Review* 39, pp. 492. – *Meltzer*, Allan (1996): *European Monetary Union*, American Enterprise Institute, Washington, mimeo, September 1996. – *Tanzi*, Vito (1995): *Taxation in an Integrating World*, Washington D.C.: Brookings. – *Tobin*, James (1982): *Inflation*, in: *Encyclopedia of Economics*, New York: Mc Graw Hill, pp. 510 - 23. – *von Hagen*, Jürgen and Manfred *Neumann* (1994): *Real Exchange Rates within and between Currency Areas: How Far Away is EMU?*, *Review of Economics and Statistics*, May 1994, pp. 236 - 244.

Stabilitätskultur in Europa

Von Peter Bofinger, Kai Pflieger, Würzburg und Carsten Hefeker, Basel

I. Einleitung

Die Europäische Währungsunion (EWU) wird zu einer grundlegenden Umgestaltung der Geld- und Währungsordnung in der Europäischen Union führen. In Anbetracht der großen Tragweite einer solchen institutionellen Innovation ist es nicht überraschend, daß viele Bürger der Einführung des Euro mit großer Besorgnis entgegensehen. Nach dem relativ hohen Grad an Geldwertstabilität der D-Mark¹ fragen sich viele, ob es von 1999 an zu einer systematisch höheren Inflationsrate in Deutschland kommen wird. An dieser großen Unsicherheit, die sich vor allem auf das zukünftige Verhalten der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in der EZB und in den EU-Länder bezieht, setzt die Studie zur „Stabilitätskultur in Europa“ (Bofinger et al. 1997a) an. Der Ausgangspunkt hierfür ist die Hypothese, daß Länder ihre Präferenzen und Verhaltensmuster in der Makropolitik über längere Zeiträume hinweg beibehalten. Wenn dies zutrifft, muß es möglich sein, aus einer Analyse der Wirtschaftspolitik in den letzten knapp fünfzig Jahren wichtige Anhaltspunkte für die Reaktionsweisen der Politiker in der Zukunft abzuleiten. Diese Art des Vorgehens hat den Vorteil,

- daß sie – anders als die Konvergenzkriterien – frei ist von den konjunkturellen Zufälligkeiten und politischen Manipulationspotentialen eines einzelnen Stichjahres und
- sich nicht an den populistischen Aussagen einzelner Politiker orientiert, sondern an den tatsächlichen Ergebnissen der Wirtschaftspolitik, die in den EU-Ländern über längere Zeiträume hinweg erzielt werden konnten.

Mit dieser Studie wird der Versuch unternommen, den heute so oft verwendeten Begriff der „Stabilitätskultur“ theoretisch zu untermauern.² Damit

¹ Dabei sollte man nicht übersehen, daß die D-Mark zwar im internationalen Vergleich sehr gut abschneidet. Gleichwohl belief sich die durchschnittliche Inflationsrate in Deutschland (ab 1990 Westdeutschland) im Zeitraum von 1949 bis 1996 auf 2,7% pro Jahr, wobei ein Höchstwert von 7,0% im Jahr 1974 erreicht wurde.

² Siehe dazu auch *Richter* (1994) und *Zeitler* (1996).

soll vor allem gezeigt werden, inwieweit diese neuartige Kategorie geeignet ist, zusätzliche Einsichten in makroökonomische Prozesse zu erlangen. Zugleich sollen aber auch die Grenzen eines solchen Ansatzes herausgearbeitet werden. Dies ist besonders wichtig, weil manche deutsche Politiker und Wissenschaftler oft sehr schnell bei der Hand sind, wenn es darum geht, anderen EU-Ländern eine „Stabilitätskultur“ abzusprechen.

II. Theoretische Grundlagen von Stabilitätskultur

Wenn man das Phänomen der Stabilitätskultur einmal losgelöst von der EWU analysiert, wird man rasch feststellen, daß die auf dem Feld der Makroökonomie geführte Debatte in den umfassenderen Kontext jener Forschungsprogramme zu stellen ist, die sich seit einigen Jahren intensiv mit dem Einfluß von kulturellen und institutionellen Faktoren auf das Wirtschaftsgeschehen befassen. Eine zentrale Rolle spielen dabei die Arbeiten zur Neuen Institutionenökonomie (NIÖ)³. Das wesentliche Anliegen der NIÖ ist darin zu sehen, den in der neoklassischen Theorie völlig vernachlässigten Bezug zu den institutionellen und kulturellen Determinanten ökonomischen Handelns wieder verstärkt ins Zentrum der Forschung zu rücken.⁴ Größere Beachtung fanden in jüngerer Zeit auch die Arbeiten von Francis Fukuyama (1995), der ein im Prinzip ähnliches Anliegen wie die Autoren der NIÖ vertritt. So heißt es beispielsweise bei Fukuyama (1995, S. 29):

„Die wirtschaftliche Sphäre kann nicht von der kulturellen Sphäre getrennt werden. Eben weil die gegenwärtig in den Wirtschaftswissenschaften geführten Diskussionen kulturelle Faktoren weitgehend ignorieren, sind sie zur Fruchtlosigkeit verurteilt.“

Wenn man sich diesen Aussagen zunächst einmal anschließt, stellt sich unmittelbar die Frage, was man unter „Kultur“ bzw. „Institutionen“ konkret zu verstehen hat. Beide Begriffe werden in der Literatur in unterschiedlichster Form verwendet⁵. Allerdings zeigt sich bei näherer Betrachtung, daß

³ Siehe dazu *North* (1992) und *Richter und Furubotn* (1996, S. 1): „Kernaussage der Neuen Institutionenökonomik ist der Satz, daß Institutionen für den Wirtschaftsprozess von Bedeutung sind.“

⁴ So kann man beispielsweise bei *North* (1992, S. 3) nachlesen: „Daß Institutionen die Leistung von Wirtschaften beeinflussen steht praktisch außer Frage. (...) und doch macht weder die ökonomische Theorie noch die quantitative („kliometrische“) Geschichtsforschung merkliche Anstalten, die Bedeutung von Institutionen für die Leistung einer Wirtschaft zu ermitteln, denn bislang ist noch kein theoretischer Ansatz gefunden worden, um die Analyse der Institutionen in die Wirtschaftstheorie und -geschichte einzubauen.“

⁵ *Fukuyama* (1995, S. 52) verweist auf *Jamieson* (1980), der allein für „Kultur“ 160 unterschiedliche Begriffsabgrenzungen aufzählt.

sich die Autoren wirtschaftswissenschaftlicher Provenienz bei ihren Begriffsabgrenzungen nur wenig unterscheiden. Die von Fukuyama (1995, S. 54) vorgenommene Abgrenzung von Kultur, die auch in zahlreichen anderen Werken zu finden ist, lautet wie folgt:

„Trotz ihrer Unterschiede versuchen alle Kulturen, die ungezügelte Selbstsucht der menschlichen Natur durch die Aufstellung von ungeschriebenen moralischen Regeln auf die eine oder andere Weise einzuschränken.“

North (1992, S. 4) unterscheidet bei „Institutionen“ zwischen „*formlosen*“ und „*formgebundenen Beschränkungen*“, wobei sich seine Definition von „formlosen Beschränkungen“ weitgehend mit dem Kulturbegriff von Fukuyama deckt:

„Wir in der heutigen westlichen Welt gehen davon aus, daß Leben und Wirtschaften durch förmliche Gesetze und Eigentumsrechte geordnet sind. Aber formgebundene Regeln machen selbst in der höchstentwickelten Wirtschaft nur einen kleinen (wenn auch sehr wichtigen) Teil der Summe von Beschränkungen aus, die unsere Entscheidungsspielräume abstecken; überlegen wir nur einen Augenblick, so muß sich uns die generelle Verbreitung formloser Beschränkungen aufdrängen. Unser täglicher Umgang mit anderen – sei es innerhalb der Familie, in gesellschaftlichen Beziehungen außerhalb derselben oder im Berufsleben – unterliegt einer Ordnung, die überwiegend durch Verhaltenskodizes, Sitten und Gebräuche und Konventionen bestimmt ist.“ North (1992, S. 43).

Am knappsten wird der von North und Fukuyama verwendete Kulturbegriff (bzw. Institutionenbegriff) von Kenneth Boulding (1973, S. 104) formuliert:

„Jede Kultur oder Subkultur ist durch eine Menge von Normen, d.h. von allgemein anerkannten Präferenzen definiert. Eine Kultur kann ohne einen Kern von Normen nicht existieren, und wir klassifizieren eine Gesellschaft genau deswegen in Kulturen und Subkulturen, weil man Gruppen identifizieren kann, die Normen besitzen.“

Die Einbettung der Stabilitätskultur in den weiteren Zusammenhang der NIÖ hilft jedoch nicht allzu sehr weiter. Während bei North (und vielen Vertretern der NIÖ) die historische Analyse von einzelwirtschaftlichen Transaktionen im Vordergrund steht, stellt Fukuyama überwiegend eine Querschnittsbetrachtung an, die darauf abzielt, Unterschiede in den Unternehmensstrukturen wichtiger Industrieländer mittels der jeweils vorherrschenden kulturellen Besonderheiten zu erklären. Beide Autoren sind also ausschließlich an *mikroökonomischen* oder allgemein ordnungspolitischen Fragestellungen interessiert. Was in der Literatur bisher völlig fehlte, ist der Versuch, landesspezifische *makroökonomische* Entwicklungen auf kulturelle Faktoren zurückzuführen. Die Diskussion zur Stabilitätskultur verfügt also bisher über keinerlei theoretische Grundlage.

Folgendes Vorgehen bietet sich an, um dieses Defizit zu beseitigen: Schließt man sich der Definition von „Kultur“ – beziehungsweise von Institutionen – als „formlosen Beschränkungen“ an, dann ist es zunächst einmal naheliegend, daß man sich die Frage stellt, inwieweit solche landesspezifischen Normen dafür verantwortlich gemacht werden können, daß man in einzelnen Ländern unterschiedliche polit-ökonomische Strukturen und damit auch divergierende makroökonomische Entwicklungen beobachten kann. Dies ist insbesondere dann von Interesse, wenn solche Divergenzen bei Ländern auftreten, die sich von ihrem allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklungsstand und ihren grundlegenden ordnungspolitischen Gegebenheiten her nur wenig unterscheiden. Während man nun versuchen könnte, den Niederschlag divergierender kultureller Faktoren an allen Eckpunkten des makroökonomischen Vierecks abzulesen, beschränkt sich die folgende Untersuchung weitgehend auf das Ziel der Geldwertstabilität. Diese Eingrenzung der Thematik läßt sich mit einer von Bofinger et al. (1997a) im Sommer 1996 durchgeführten Befragung wirtschaftspolitischer Meinungsführer in Deutschland begründen. Danach gibt es einen breiten Konsens darüber, daß die Inflationsrate als wichtigster Indikator von Stabilitätskultur anzusehen ist. Andere Größen (Budgetdefizit, Staatsverschuldung, politische Stabilität und ordnungspolitischer Konsens) wurden zwar auch als relativ wichtig für die Stabilitätskultur angesehen, sie fallen jedoch deutlich gegenüber dem Kriterium der Inflationsrate zurück.

Bei dieser Vorgehensweise stellt sich die große Schwierigkeit, diejenigen „kulturellen Faktoren“ eines Landes zu identifizieren, die für polit-ökonomische und speziell für makroökonomische Sachverhalte von Bedeutung sind. In der Literatur findet man hierzu zwar die Studien von *Max Weber* (1991a) und auch die bereits genannte Arbeit von *Francis Fukuyama*; keine dieser Arbeiten ist jedoch bisher empirisch näher belegt worden. Für beide Autoren ist die Konfessionszugehörigkeit eines Landes die wichtigste kulturelle Erklärungsvariable. Webers zentrale Hypothese lautet, daß Gesellschaften mit einer „protestantischen Ethik“ wirtschaftlich sehr viel erfolgreicher seien als überwiegend vom katholischen Glauben geprägte Länder. Webers Vorstellungen haben auch Fukuyama stark geprägt. Dieser sieht in dem in den einzelnen Gesellschaften vorhandenen „*sozialen Kapital*“ den für die Ökonomie entscheidenden kulturellen Faktor. Fukuyama (1995, S. 45) versteht darunter die Fähigkeit, „(...) *neue* (Hervorhebung im Original; die Vf.) Zusammenschlüsse einzugehen und im Rahmen eines neuen Beziehungsgeflechts zu kooperieren.“ Fukuyama schreibt dem sektiererischen Protestantismus, wie man ihn in Teilen Großbritanniens, Deutschlands und in den gesamten Vereinigten Staaten findet, eine wichtige Rolle dafür zu, daß es in diesen Gesellschaften ein hohes Maß an wechselseitigem Vertrauen – über den engen Bereich der Familie hinaus – und damit

auch eine ausgeprägte Neigung zu „spontaner Soziabilität“ gibt.⁶ Umgekehrt führt er den Mangel an spontaner Soziabilität, den er in römisch-katholischen und chinesischen Gesellschaften diagnostiziert, darauf zurück, daß ein zentralistischer und willkürlicher Staat in einer früheren Phase alle intermediären Gruppen in die Bedeutungslosigkeit gedrängt und so die Kontrolle über das gesamte gesellschaftliche Leben übernommen habe (Fukuyama 1995, S. 126).

Unterstellt man einmal, daß die zentralen Hypothesen der beiden Autoren zutreffen, dann stellt sich die Frage, welche Wirkungsbeziehungen zwischen solchen kulturellen Faktoren und makroökonomischen Prozessen bestehen könnten. Dazu ist es erforderlich, in allgemeiner Form aufzuzeigen, in welchen Bereichen der Makroökonomie Spielräume für die Auswirkungen unterschiedlicher kultureller Vorstellungen gegeben sind. Hier ist vor allem an vier Punkte zu denken:

- a) die allgemeine Rationalität makroökonomischer Entscheidungen,
- b) das Wahrnehmen bestehender „trade-offs“,
- c) das Verhältnis zwischen den wirtschaftspolitisch relevanten Gruppen, insbesondere den Tarifpartnern,
- d) der gesetzlich-kodifizierte institutionelle Rahmen der Wirtschaftspolitik im Sinne von „formgebundenen Beschränkungen“ (North).

Folgt man dieser Einteilung, dann könnte nach (a) ein spezifischer kultureller Hintergrund möglicherweise dazu führen, daß es in der Wirtschaftspolitik einzelner Ländern an einem „ökonomischen Rationalismus“ (Weber) fehlt.⁷ Konkret würde das bedeuten, daß sich die makroökonomischen Prozesse in einzelnen Ländern allein deshalb unterscheiden, weil von den wirtschaftspolitischen Verantwortlichen ökonomisch suboptimale Entscheidungen getroffen werden. Ein solches Verhalten der relevanten Akteure wird zwar in der Diskussion über die EWU von manchen der Kritiker unterstellt, als Ökonom sollte man jedoch mit dieser Prämisse vorsichtig umgehen und sie nur dann einsetzen, wenn andere Erklärungsansätze versagen.

⁶ Ein weiteres wichtiges Argument für das hohe Maß an Kooperationsfähigkeit in den Vereinigten Staaten findet man bei *Novak* (1996, S. 16): „Amerikaner sind keine ‚Einzelkämpfer‘; sie sind Meister der Zusammenarbeit und des Teamworks. Die ersten Siedler machten fast nichts allein; zusammen bauten sie Scheunen, Schulen, Rathäuser und Brücken. Die zentralen amerikanischen Erfahrungen sind einerseits persönliche Verantwortung und Initiative und andererseits Zusammenarbeit in der Gemeinschaft.“

⁷ Dieser Zusammenhang könnte durch *Fukuyama* (1995, S. 53) gestützt werden, der feststellt: „Kultur ist nicht ‚rationale‘ Entscheidung, die Grundkategorie der Ökonomen in ihrem Modell vom Menschen als ‚rationalem Nutzenmaximierer‘.“

Divergierende kulturelle Vorstellungen können sich nach (b) in unterschiedlichen *Präferenzen* der nationalen wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger niederschlagen. Dies würde insbesondere dem bereits erwähnten Kulturbegriff von Boulding (1973, S. 104) entsprechen. Für den Bereich der Makroökonomie würde das bedeuten, daß bestehende wirtschaftspolitische „trade-offs“ von einzelnen Ländern in unterschiedlicher Weise wahrgenommen werden. Dabei wäre vor allem an folgende Entscheidungskonstellationen zu denken:

- einen dauerhaften „trade-off“ zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation, wie er in der *langfristigen Phillips-Kurve* zum Ausdruck kommt;
- im Fall konjunktureller Schocks: an die Wahlentscheidung zwischen den Selbstheilungskräften des Marktes und Formen der staatlichen Konjunktursteuerung, wie sie insbesondere in der *kurzfristigen Phillips-Kurve* abgebildet werden. Wie in Abschnitt 3 ausführlicher dargestellt wird, kann man diese Wahlsituation am besten in der Form eines *intertemporalen* „trade-off“, d. h. der Entscheidung zwischen Gegenwartsnutzen und Zukunftsnutzen abbilden.

Vor dem Hintergrund der Studien von Weber und Fukuyama ist es auf den ersten Blick nicht ganz einfach, den Einfluß divergierender kultureller Faktoren auf solche Entscheidungsprozesse zu identifizieren. Denkbar wären vor allem folgende Kausalitätsbeziehungen:

- Schließt man sich den Darstellungen von Weber an, dann könnte man die Hypothese aufstellen, daß in protestantisch dominierten Gesellschaften die Sparsamkeit stärker ausgeprägt ist als in überwiegend katholischen Regionen. Die Zeitpräferenzraten würden also divergieren, weshalb ein bestehender trade-off zwischen Gegenwarts- und Zukunftskonsum unterschiedlich genutzt würde.
- In ähnliche Richtung könnte wirken, daß der Staat in katholischen Ländern überwiegend zentralistisch aufgebaut ist und somit einen relativ starken Einfluß auf das Wirtschaftsgeschehen ausübt.⁸ Bei einer solchen Konstellation ist damit zu rechnen, daß im Fall konjunktureller Störungen tendenziell auf Lösungen zurückgegriffen wird, die durch ein staatliches Eingreifen gekennzeichnet sind. In Ländern mit einem weniger starken Staat wäre zu erwarten, daß in der Makropolitik in erster Linie auf die Selbstheilungskräfte des Marktes gesetzt wird.
- Der in einer Gesellschaft verfügbare Bestand an sozialem Kapital kann schließlich auch für die Art der Finanzierung öffentlicher Aufgaben von

⁸ Siehe dazu *Fukuyama* (1995, S. 130): „Gemessen an der formalen Macht ist der italienische Staat ebenso stark wie der französische, der bei der Einigung Italiens in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts als Vorbild diente.“

Bedeutung sein. Fukuyama geht davon aus, daß sich eine stabile Parteienstruktur nur dann herausbilden kann, „(...) wenn Menschen mit gemeinsamen Interessen in der Lage sind, für gemeinsame Ziele zusammenzuarbeiten – eine Fähigkeit, die letztlich auf sozialem Kapital beruht.“ (Fukuyama 1995, S. 417).

Ein dritter Einflußkanal, über den sich die Kultur auf gesamtwirtschaftliche Prozesse auswirken kann, betrifft das Verhältnis zwischen den *Arbeitsmarktparteien*. Aus der Literatur zum sogenannten Korporatismus (Bruno und Sachs 1985) ist bekannt, daß der Konsens zwischen den Tarifpartnern einen wichtigen Beitrag zur makroökonomischen Stabilität leisten kann. Für Fukuyama ist dabei der kulturelle Hintergrund eine zentrale Erklärungsvariable für das Verhältnis zwischen diesen Gruppen: Im internationalen Vergleich besonders harmonische Beziehungen zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern findet man in Japan und Deutschland. Fukuyama erklärt dies mit dem hohen Bestand an sozialem Kapital, der in diesen Ländern verfügbar ist. In den Vereinigten Staaten und Großbritannien, die ebenfalls als „high trust“-Gesellschaften eingestuft werden, ist aus der Sicht von Fukuyama das Verhältnis zwischen Arbeit und Kapital deutlich ungünstiger als in den beiden zuvor genannten Ländern. Im Fall Großbritanniens führt er dies auf ein „ausgeprägtes Klassenbewußtsein“ zurück. In den Vereinigten Staaten seien die Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Beziehungen vor allem durch die konsequente Anwendung des Taylorismus beeinträchtigt worden. Schließlich bleiben die Gesellschaften mit geringem sozialen Kapital, wozu Fukuyama Länder wie Taiwan, Hongkong, Italien und Frankreich rechnet. Während in diesen Ländern die Bindungen innerhalb des Familienbereichs sehr stark ausgebildet sind, seien die darüber hinausgehenden gesellschaftlichen Beziehungen durch ein relativ hohes Maß an Mißtrauen gekennzeichnet. Der geringe Bestand an „sozialem Kapital“ sei dafür verantwortlich, daß zwischen Arbeitnehmern und Unternehmen ein „tiefes Mißtrauen“ (Fukuyama 1995, S. 158) vorherrsche.

Ein letzter Bereich, über den sich kulturelle Faktoren auf die Makroökonomie auswirken können, ist der *gesetzlich-kodifizierte Rahmen* für die allgemeine Wirtschaftspolitik. In der Terminologie von North würde man hier von Institutionen als „formgebundenen Beschränkungen“ sprechen. Die große Bedeutung, die heute allenthalben der *Notenbankunabhängigkeit* beigemessen wird, zeigt, daß es sich hier ebenfalls um eine wichtige Determinante der makroökonomischen Entwicklung handelt.

In Anbetracht der relativ unsicheren theoretischen Basis bezüglich des Einflusses kultureller Faktoren auf ökonomische Prozesse und Strukturen im allgemeinen und auf die makroökonomische Entwicklung im besonderen bietet es sich an, das Phänomen der Stabilitätskultur anhand eines zweistufigen Ansatzes zu diskutieren: Die zu beobachtenden Unterschiede in den

nationalen Inflationsraten sollen unmittelbar mittels „polit-ökonomischer Faktoren“ erklärt werden. Bei dieser relativ engen Betrachtungsweise hat man den Vorteil, daß man sich auf recht gut gesicherten theoretischen Pfaden bewegt. Darüber hinaus soll aber auch der Versuch unternommen werden, die landesspezifischen „polit-ökonomischen Faktoren“ auf kulturelle Unterschiede zurückzuführen, wie sie von Max Weber und Francis Fukuyama identifiziert worden sind. Es ist dabei evident, daß die hier abgeleiteten Hypothesen sehr viel weniger abgesichert sind als die Aussagen über den unmittelbaren Einfluß der „polit-ökonomischen Faktoren“ auf die Inflationsrate.

III. Der empirische Befund und alternative polit-ökonomische Erklärungsansätze

Als Ausgangspunkt der empirischen Analyse von Stabilitätskultur dienen die Inflationsraten in den OECD-Ländern im Zeitraum von 1950 bis 1996 (Tabelle 1). Diese Information bringt in einfacher Weise zum Ausdruck, welche Bedeutung die Wirtschaftspolitik dem Ziel der Geldwertstabilität über längere Fristen hinweg beigemessen hat.⁹ Bei dieser längerfristigen Betrachtungsweise wird deutlich, daß es nur schwer möglich ist, dauerhafte Unterschiede in den Stabilitätspräferenzen der OECD-Länder zu diagnostizieren. Vielmehr sind große Zeiträume zu erkennen, in denen sich die Preissteigerungsraten weltweit sehr ähnlich entwickelt haben. Sowohl in den fünfziger und sechziger Jahren als auch in der Phase von 1990 - 96 wiesen fast alle Länder relativ niedrige Inflationsraten auf, wobei auch die Standardabweichungen in vergleichsweise engen Grenzen blieben. Für die Analyse von Stabilitätskultur hat dieser simple Befund weitreichende Konsequenzen. Man kann damit schon von vornherein die Hypothese ablehnen, daß es kulturbedingte Divergenzen in den Inflationspräferenzen der EU-Länder gibt, die im Rahmen einer langfristigen Phillipskurve zu unterschiedlichen Kombinationen von Inflation und Arbeitslosigkeit führen.

Allerdings hat man zu konstatieren, daß es im Zuge der weltweiten Inflationsbeschleunigung der siebziger und achtziger Jahren zu einem deutlichen Auseinanderlaufen der nationalen Inflationsraten gekommen ist. Offensichtlich haben die einzelnen Länder sehr unterschiedlich auf die Schocks der beiden Ölkrisen reagiert. Im Kontext einer Analyse von Stabilitätskultur stellt sich daher die Frage, ob diese divergierenden makroökonomischen Resultate zumindest teilweise mit kulturellen oder spezifischen polit-ökonomischen Faktoren erklärt werden können und ob es sich dabei um eine sin-

⁹ In den Worten von *Issing* (1992): „Jede Gesellschaft hat letztlich die Inflationsrate, die sie verdient und im Grunde auch will.“

Tabelle 1
Veränderungsraten der Verbraucherpreise (in %)

	1950 - 59	1960 - 69	1970 - 79	1980 - 89	1990 - 96 ^a	1996 ^a
Australien	6,5	2,5	9,8	8,4	3,3	2,7
Belgien	1,8	2,7	7,1	4,9	2,5	2,1
Dänemark	3,8	5,3	9,3	6,9	2,1	2,5
Deutschland	1,1	2,4	4,9	2,9	2,9	1,5
Finnland	6,1	5,0	10,4	7,3	2,7	1,5
Frankreich	6,2	3,9	8,9	7,3	2,3	1,8
Griechenland	6,5	2,0	12,3	19,5	13,9	7,6
Irland	3,9	4,0	12,7	9,4	2,5	1,5
Italien	3,0	3,4	12,4	11,4	5,1	4,3
Japan	3,0	5,4	9,1	2,5	1,5	-0,3
Kanada	2,4	2,5	7,4	6,5	2,4	1,6
Luxemburg	2,0	2,2	6,5	4,7	2,8	1,9
Neuseeland	5,0	3,2	11,5	11,8	2,6	2,2
Niederlande	3,8	4,1	7,1	2,8	2,7	1,3
Norwegen	5,6	3,5	8,4	8,4	2,6	2,4
Österreich	6,8	3,3	6,1	3,8	3,2	1,7
Portugal	0,7	4,0	17,1	17,6	7,5	4,2
Schweden	4,4	3,8	8,6	7,9	5,0	1,6
Schweiz	1,1	3,1	5,0	3,3	3,2	0,9
Spanien	6,3	5,8	14,4	10,3	5,2	3,4
USA	1,8	2,3	7,1	5,5	3,4	2,2
Vereinigtes Königreich	3,5	3,5	12,6	7,4	4,1	2,2
<i>Durchschnitt</i>	3,9	3,5	9,5	7,8	3,8	2,3
<i>Standard- abweichung</i>	2,0	1,1	3,2	4,4	2,6	1,6

^a Für das Jahr 1996 liegt den Berechnungen eine Prognose des BIP-Deflators zugrunde.

Quelle: IMF, International Financial Statistics.

gular Konstellation gehandelt hat oder aber um ein typisches Reaktionsmuster, das man auch für die Zeit der Europäischen Währungsunion zu erwarten hat.

Als theoretische Grundlage für eine Erklärung der Periode von 1970 bis etwa zur Mitte der achtziger Jahre wird heute meist das Konzept der *kurzfristigen Phillipskurve* herangezogen (Barro und Gordon 1983a und 1983b):

$$(1) \quad U = U^n - a(\pi - \pi^e) + \varepsilon \quad \text{mit } a > 0$$

Demzufolge läßt sich die Arbeitslosenrate (U) unter ihr „natürliches“ Niveau (U^n) reduzieren, wenn die Wirtschaftssubjekte eine Inflationsrate erwarten (π^e), die geringer ist als die tatsächlich eintretende Inflationsrate (π). Eine Notenbank kann damit also – auf kurze Sicht – über eine Politik der Überraschungsinflation positive Beschäftigungseffekte erzielen. Bei ε handelt es sich um einen stochastischen Störterm. Diese kurzfristige Phillipskurve wird dann kombiniert mit einer sogenannten *sozialen Wohlfahrtsfunktion*. Letztere hat meist folgendes Aussehen:

$$(2) \quad Z = b(U - U^*)^2 + \pi^2 \quad \text{mit } 0 < b < 1$$

Die soziale Wohlfahrt, die durch die sozialen Kosten (Z) bestimmt wird, ergibt sich als Summe aus den Abweichungen der tatsächlichen Arbeitslosenrate (U) von einer Ziel-Arbeitslosenrate (U^*) und der tatsächlichen Inflationsrate (π). Dabei wird implizit unterstellt, daß die Zielinflationsrate gleich Null ist.

Auf dieser Basis ließen sich dann die divergierenden Inflationsraten in der Phase der siebziger und achtziger Jahre vor allem damit erklären, daß die einzelnen Länder, die allesamt von negativen stochastischen Angebotschocks ($\varepsilon > 0$) betroffen waren, darauf unterschiedlich reagiert haben, weil sie die Ziele Inflation und Arbeitslosigkeit in Gleichung (2) mit landesspezifischen b -Werten gewichten. Das gesamte Konzept der Stabilitätskultur würde sich damit also auf die konkreten Werte dieses Parameters reduzieren. Dieser Erklärungsansatz, der heute vielen geldtheoretischen Modellen zugrundeliegt, ist jedoch letztlich wenig aussagekräftig, da er es völlig offenläßt, womit eventuell divergierende Werte von b zu erklären sind. Im Grunde reduziert sich die Wirtschaftspolitik damit auf eine reine Geschmacksfrage, was in den Modellen zu „konservativen Zentralbankern“ (Rogoff 1985), d.h. Entscheidungsträgern mit einem niedrigen b -Faktor, recht deutlich zu Tage tritt.

Als Alternative zu diesem einperiodischen Ansatz bietet es sich an, die gesamte Diskussion über Stabilitätskultur von vornherein in einem *intertemporalen Ansatz* zu diskutieren.¹⁰ Stark vereinfacht kann man dabei den

¹⁰ Die hier vorgenommene Interpretation von Stabilitätspräferenz oder Stabilitätskultur ist in der Literatur von *Cukierman* (1992, S. 351) entwickelt worden: „Se-

„trade-off“ zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit so formulieren, daß man bei einer inflationären Wirtschaftspolitik

- Nutzensvorteile in der *Gegenwart* erzielt, weil die Beschäftigung und der Output unmittelbar steigen, während die Effekte auf das Preisniveau in der Regel erst verzögert einsetzen, und
- Nutzeneinbußen in der *Zukunft* hinnehmen muß, weil dann die inflationären Impulse sich vollständig entfalten, ohne daß noch belebende realwirtschaftliche Wirkungen zu erkennen sind.

Da diese grundlegende Verlaufsvorstellung über die Wirkungen einer expansiven Geldpolitik in allen gängigen Lehrbüchern (z.B. Dornbusch und Fischer 1995) zu finden und auch von den Vertretern aller theoretischen Lehrmeinungen entsprechend vertreten wird, kann hier auf eine detailliertere Herleitung verzichtet werden. Aus dieser intertemporalen Perspektive erhält die Frage der Stabilitätskultur einen völlig neuen Bedeutungsgehalt. Formal läßt sich dann die Zielfunktion des makroökonomischen Entscheidungsträgers wie folgt darstellen:

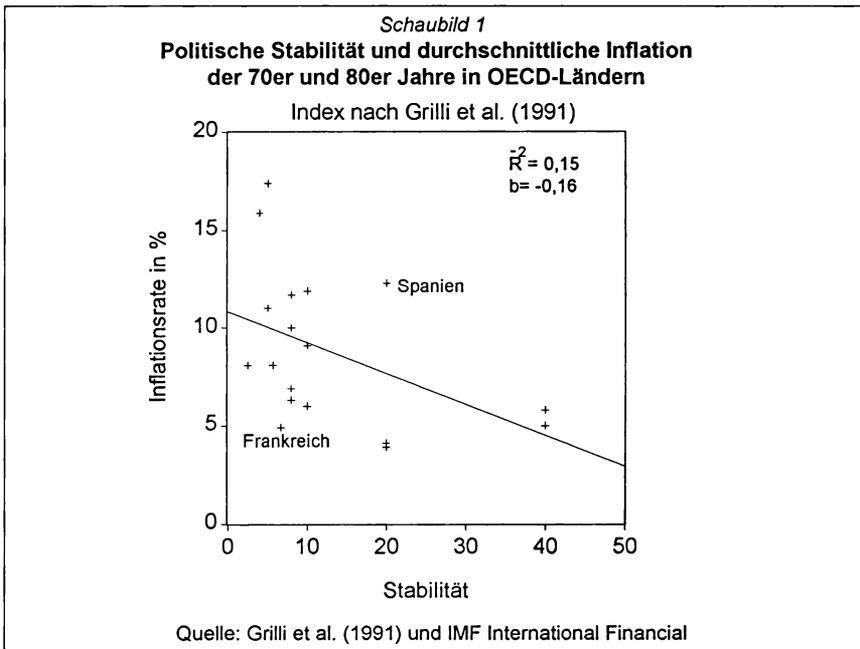
$$(3) \quad \text{Min } Z = \frac{1}{1 + \delta} \sum_{t=1}^T Z_t.$$

Die optimale Wirtschaftspolitik besteht darin, eine Sequenz von sozialen Kosten zu erzeugen, deren Barwert minimal ist. Das Ergebnis des Entscheidungsprozesses wird dabei von zwei Faktoren bestimmt:

- dem *Zeitraum*, über den optimiert wird, der hier als $t = 1 \dots T$ dargestellt ist und
- der *Zeitpräferenzrate* (δ); sie bildet ab, wie der Entscheidungsträger zukünftigen Nutzen im Vergleich zu Nutzen in der Gegenwart bewertet.

Unterschiede in den tatsächlich beobachteten Inflationsraten einzelner Länder lassen sich bei diesem Ansatz damit erklären, daß die *Zeitpräferenzraten* national divergieren. Stabilitätspräferenz oder Stabilitätskultur kann man dann damit gleichsetzen, wie die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger den Nutzen ihrer Gesellschaft in der Gegenwart und in der Zukunft bewerten: Länder werden hohe Inflationsraten (und damit eine geringe Stabilitätspräferenz) aufweisen, wenn die Präferenz für Gegenwartsverbrauch hoch ist. Bei Ländern mit niedrigen Inflationsraten ist demgegenüber davon

veral considerations suggest that such a difference in rates of time preference may be realistic. First, because of the inflationary bias of policy it is generally felt that the appointment of a central banker who is more conservative than the population average is a good strategy. Conservatives usually take a longer view. Hence, to the extent that there is a tendency to appoint relatively conservative individuals to high office in the central bank, the bank's rate of time is likely to be lower than that of the political authorities.“



auszugehen, daß die Entscheidungsträger zukünftigen Ereignissen ein relativ hohes Gewicht beimessen.

Bezieht man sich auf die Zeiträume, über die Gleichung (3) optimiert wird, dann kann man die Stabilitätskultur eines Landes auch damit gleichsetzen, mit welchen *Zeithorizonten* die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger operieren. Eine Volkswirtschaft, in der ein „Langfrist-Denken“ vorherrscht, verfügt also tendenziell über hohe Stabilitätskultur. Die für die Geldpolitik Verantwortlichen werden dann nicht nur die kurzfristigen Beschäftigungseffekte ins Kalkül ziehen, sondern auch die auf längere Sicht eintretenden Kosten der Inflation. Herrscht in einem Land demgegenüber eine Orientierung an kurzfristigen Entscheidungszeiträumen vor, so wird man ihm tendenziell eine nur wenig ausgeprägte Stabilitätskultur attestieren.

Dieser Ansatz legt es nahe, bei der Erklärung national divergierender Inflationsraten auf die Zeithorizonte der für die *Geldpolitik* verantwortlichen Entscheidungsträger zu rekurrieren. Eine wichtige Bedeutung kommt dabei zum einen der *allgemeinen Wirtschaftspolitik* zu, sofern die Notenbank politisch abhängig ist. Unter Verwendung eines Index für politische Stabilität von Grilli et al. (1991) läßt sich ein gewisser Zusammenhang zwischen politischer Stabilität und der Inflationsrate aufzeigen (Schaubild 1). Dies bedeutet, daß eine Regierung, die mit großer Wahrscheinlichkeit wie-

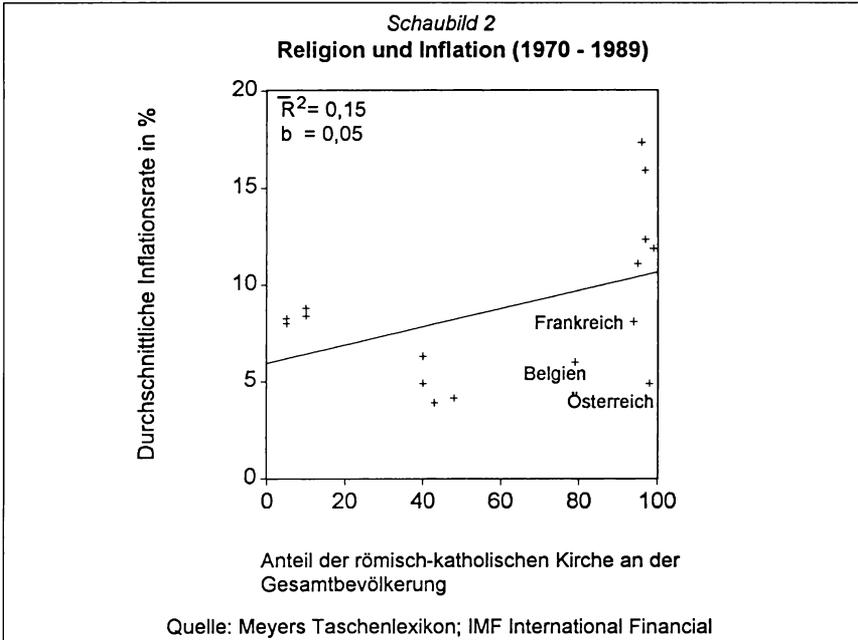
dergewählt wird, nicht notwendigerweise bestrebt sein wird, vor der Wahl eine inflationäre Politik zu betreiben, da sie dann nach der Wiederwahl mit den negativen Folgen dieser Politik konfrontiert werden wird. Dieser Ansatz bietet eine gute Erklärung dafür, wieso z. B. Japan – trotz einer völlig abhängigen Notenbank – eine seit vielen Jahren sehr niedrige Inflationsrate aufweisen kann. Gleiches gilt für die sehr stabilitätsorientierte französische Geldpolitik¹¹ in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, die von einer politisch abhängigen Notenbank betrieben wurde.

Im Fall politisch *unabhängiger Notenbanken* wird die Geldpolitik wesentlich vom Zeithorizont der Notenbanker bestimmt. In der Regel werden für die Leiter solcher Notenbanken Amtsperioden festgelegt, die länger sind als die nationalen Legislaturperioden. Außerdem gibt es – de jure oder de facto – meist auch eine gewisse zeitliche Staffelung der individuellen Amtsperioden. Damit wird für die Geldpolitik ein relativ langer Zeithorizont geschaffen, der dafür sorgt, daß die Entscheidungsträger stets auch die mittel- und längerfristigen Kosten einer inflationären Geldpolitik mit ins Kalkül ziehen werden. Diese intertemporale Erklärung des – empirisch sehr gut gesicherten – Einflusses der Notenbankunabhängigkeit auf die Inflationsrate hat den Vorteil, daß sie nicht von den individuellen *b*-Werten der einzelnen Notenbanker abhängt, sondern vielmehr vom objektiv festgelegten Handlungsrahmen der einzelnen Entscheidungsträger und den davon ausgehenden mikroökonomischen Anreizstrukturen (Bofinger et al. 1997b).¹² Für die aktuelle Diskussion über die EZB bedeutet dies, daß man davon ausgehen kann, daß die Mitglieder des EZB-Rates durchweg eine Stabilitätsorientierung im Sinne eines langfristigen Zeithorizonts aufweisen werden – unabhängig von welchem Land sie entsendet werden. Dies gilt insbesondere für Notenbanker, die aus Ländern mit politisch relativ instabilen Verhältnissen stammen. Hier wäre es besonders riskant, eine Politik zu verfolgen, die sich an den Wiederwahl-Interessen der gerade regierenden Partei(en) ausrichtet.

Überdurchschnittlich hohe Inflationsraten in der Phase der siebziger und achtziger Jahre sind also vor allem mit einer Kombination von politischer Instabilität und politisch abhängigen Notenbanken zu erklären. Aus der Per-

¹¹ Der Index von *Grilli et al.* (1991) weist Frankreich einen sehr niedrigen politischen Stabilitätswert zu. Dieser resultiert jedoch noch aus den häufigen Regierungswechseln der fünfziger Jahre. Durch Verfassungsänderungen im Jahr 1958 hat sich dies grundlegend gewandelt (*Grilli et al.* 1991, S. 353 und Tabelle B1, S. 384).

¹² Der für die Mitglieder des Zentralbankrates der Bundesbank häufig diagnostizierte „Thomas Becket-Effekt“ ist somit nicht als ein spezifisch deutsches Phänomen anzusehen, sondern vielmehr der Tatsache zuzuschreiben, daß ein einmal in die Notenbank berufener Manager sich bei einer Amtsperiode von acht Jahren kaum allzu eng an die Partei binden wird, die ihn nominiert hat, da er stets damit rechnen muß, daß diese bei seiner Wiederernennung nicht mehr an der Macht ist.



spektive der „Stabilitätskultur“ liegt es nahe, diese polit-ökonomischen Faktoren nun in einen breiteren kulturellen Kontext zu stellen.

IV. Der Einfluß kultureller Faktoren

1. Konfessionszugehörigkeit

Schließt man sich der Sichtweise von Max Weber an, dann hat man in der Konfessionszugehörigkeit den für ökonomische Bezüge wichtigsten kulturellen Faktor zu sehen. Es liegt daher nahe, einmal den Zusammenhang zwischen der Religionszugehörigkeit und den Inflationsraten in den Jahren 1970 bis 1989 abzubilden. Schaubild 2, bei dem Großbritannien wegen Zuordnungsproblemen¹³ nicht aufgeführt ist, zeigt keinen sehr deutlichen Zusammenhang zwischen beiden Variablen; allerdings ist zu erkennen, daß alle Hochinflationländer dieser Phase eine überwiegend römisch-katholi-

¹³ Die Trennung der anglikanischen Kirche von Rom erfolgte im Jahr 1534, wobei es allein um die Frage der Scheidung Heinrichs VIII. von Katherina von Aragon ging. Es kam zwar in der Folge zu einer gewissen Protestantisierung Englands, wobei die englische Staatskirche „(...) aber stets traditionell-katholische Züge in ihrer hierarchischen Struktur, in Liturgie und Frömmigkeitswesen bewahrte.“ (Franzen 1980, S. 292).

Tabelle 2

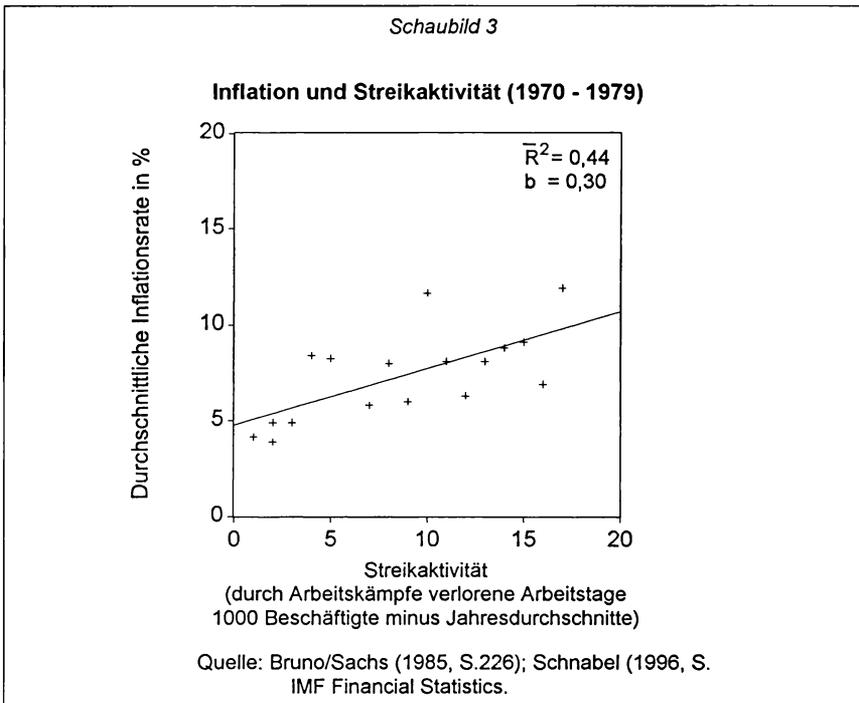
**Durch Arbeitskämpfe verlorene Arbeitstage je 1.000 Beschäftigte
(Jahresdurchschnitte)**

	1970 - 1979	1980 - 1989	1990 - 1994
Australien	634	351	156
Belgien	275	–	56
Dänemark	261	178	37
Deutschland ^a	52	28	21
Finnland	613	408	207
Frankreich	292	121	48
Griechenland	–	753	505
Großbritannien	569	332	37
Irland	758	380	137
Italien	1.511	623	238
Japan	124	10	3
Kanada	894	542	225
Neuseeland	282	420	104
Niederlande	40	15	17
Norwegen	45	99	72
Österreich	11	2	7
Portugal	–	164	55
Schweden	46	182	54
Schweiz	2	0	1
Spanien	792	671	479
USA	507	123	39

sche (bzw. im Fall Griechenlands: griechisch-orthodoxe) Bevölkerung aufweisen. Schließt man sich der Sichtweise Fukuyamas an, dann wäre der besondere Einfluß der Konfessionszugehörigkeit auf die Ökonomie vor allem darin zu sehen, wie das Verhältnis zwischen den Arbeitsmarktparteien beschaffen ist. Dieser Zusammenhang soll im folgenden Abschnitt ausführlicher untersucht werden.

2. Sozialer Konsens und Korporatismus

Man kann die Streikaktivität (vgl. Tabelle 2) in einem Land als einen wichtigen Indikator dafür heranziehen, welches Maß an sozialem Konsens oder auch an gegenseitigem Vertrauen dort vorherrscht (McCallum 1983).



Demzufolge hat man ein hohes Maß an sozialem Konsens vor allem folgenden Ländern zuzuschreiben: der Schweiz, Österreich, den Niederlanden, Deutschland und Japan. Am Ende der Skala stehen Italien, Griechenland, Spanien, Kanada und Irland. Man erkennt hier also eine recht gute Übereinstimmung mit der oben aufgeführten Klassifizierung von Fukuyama nach „high“ und „low trust countries“. Die einzige wichtige Ausnahme sind die Vereinigten Staaten, die zumindest in den siebziger Jahren eine recht hohe Streikaktivität zu verzeichnen hatten; allerdings zeigt sich hier für die achtziger Jahre, die auch mit einer starken Abkehr von starren Arbeitsabläufen in den amerikanischen Unternehmen gekennzeichnet waren (Fukuyama 1995, S. 300ff.), eine besonders deutliche Verbesserung des sozialen Klimas. Im Zeitablauf ist diese Entwicklung aber auch bei anderen Ländern sehr deutlich zu erkennen. Hierin dürften sich vor allem die massiven Veränderungen auf den Arbeitsmärkten in allen OECD-Ländern widerspiegeln.

Wie wirkt sich nun die Streikaktivität eines Landes bzw. der dort vorherrschende soziale Konsens auf die makroökonomische Entwicklung aus? Eine einfache Gegenüberstellung mit der Inflationsrate im Zeitraum 1970 - 1979 zeigt hier einen recht ausgeprägten Befund (Schaubild 3): Ein hoher Bestand an sozialem Kapital trägt wesentlich zu einer niedrigen Inflationsrate bei.

Eine gute Erklärung hierfür findet man bei McCallum (1983). Für ihn ist der soziale Konsens dafür maßgeblich, wie hoch die Reallohnflexibilität im Fall von Angebotschocks ist:

„(...) a low level of strikes is associated with a high degree of social consensus which in turn is associated with a high degree of flexibility of real wages in the face of negative productivity shocks.“ (McCallum 1983, S. 786).

Im Fall der Ölkrisen war es also in Ländern mit hohem Vertrauen zwischen den Tarifpartnern leichter möglich, die unausweichliche Anpassung der Reallöhne zu erreichen. Bei mangelndem sozialen Konsens sind die Arbeitnehmer demgegenüber nicht bereit, die Notwendigkeit zur Lohnzurückhaltung zu akzeptieren, was eine hohe Streikbereitschaft impliziert. Die Arbeitgeber sind dann ihrerseits auch eher geneigt, überhöhte Lohnabschlüsse zu akzeptieren, was tendenziell inflationsfördernd wirkt.

Solche Entwicklungen werden zusätzlich gefördert, wenn in einer Volkswirtschaft überwiegend *dezentrale und unkoordinierte Lohnverhandlungen* geführt werden. Diese Aspekte werden in der Literatur zum sogenannten Korporatismus (Bruno und Sachs 1985, Calmfors und Drifill 1988, Tarantelli 1996) intensiv diskutiert. Für die Gewerkschaften stellt sich dann nicht nur das Problem, die Ertragslage des eigenen Unternehmens richtig einzuschätzen, sondern zugleich auch die Tarifabschlüsse in allen anderen Branchen, die wesentlich über die zukünftige Inflationsrate bestimmen. Bei großen inflationären Schocks wie den Ölkrisen kann solche Unsicherheit leicht zu einem wechselseitigen Aufschaukeln der Inflationsrate führen.

So gesehen lassen sich aus dem Bereich des Arbeitsmarktes ebenfalls wichtige Erklärungen für die unterschiedlich hohen Inflationsraten in den siebziger und achtziger Jahren anführen. In Verbindung mit den Thesen von Fukuyama kann man hierbei durchaus von einem Einfluß landesspezifischer Kulturen auf die makroökonomische Politik sprechen. Allerdings sollte man sich davor hüten, diese Erklärung eines singulären Ereignisses zu verallgemeinern und insbesondere auf die Zeit nach 1998 zu übertragen.

Das Grundproblem der hier zitierten Arbeitsmarktliteratur liegt darin, daß sie die Rolle der Geldpolitik völlig unberücksichtigt läßt. Dies gilt insbesondere für das Koordinationsproblem bei dezentralen und unkoordinierten Lohnabschlüssen. Hier wird übersehen, daß eine unabhängige und auf das Ziel der Geldwertstabilität verpflichtete Notenbank eine wichtige institutionelle Alternative zum Korporatismus darstellen kann: Indem die Geldpolitik glaubhaft zum Ausdruck bringt, daß sie eine niedrige Inflationsrate anstrebt, bietet sie den dezentral und unkoordiniert verhandelnden Tarifpartnern einen „fokalen Punkt“, mittels dessen die Inflationskomponente eines Tarifvertrags relativ einfach ermittelt werden kann. Dies erklärt dann auch, wieso die Vereinigten Staaten und die Schweiz trotz eines sehr geringen

Maßes an Korporatismus überdurchschnittlich gute Resultate beim Ziel der Geldwertstabilität vorweisen können. Mit der Errichtung der EZB ergibt sich somit eine erhebliche Verbesserung des Umfeldes für die Lohnfindungsprozesse in allen Teilnehmerländern, wobei es nur noch von sekundärer Bedeutung ist, ob ein Land einen hohen oder niedrigen Korporatismus-Index aufweist.

V. Zur Bedeutung der Fiskalpolitik für die Stabilitätskultur

Bei der intensiven aktuellen Diskussion über die Bedeutung der Fiskalpolitik für die Stabilität des Euro liegt es nahe, auch den Zusammenhang zwischen Inflationsentwicklung und Fiskalsalden bzw. Schuldenständen zu überprüfen. Im längerfristigen Vergleich ergibt sich dabei für die Fiskalpolitik der Befund, daß der Einfluß der Haushaltentwicklung auf die Inflationsrate nicht sehr eindeutig ist. Dieses Ergebnis, das sich auch mit den Aussagen anderer empirischer Studien (Grilli et al. 1991) deckt, ist im Lichte der aktuellen Diskussion über die Konvergenzkriterien von Maastricht und die Notwendigkeit eines Stabilitätspakts sicherlich überraschend. Doch selbst ein so zweifelsfreier Stabilitätspostel wie der frühere Bundesbankpräsident Helmut Schlesinger hat dazu kürzlich festgestellt:

„There is a group, not least in Germany, which insists that the financial criteria should be interpreted not only ‘strictly’ – ie, in line with the treaty – but also ‘narrowly’ – ie, without any substantial scope for interpretation. This reflects a belief that European monetary policy will be successful only if public-sector budgets are stable. However, the correlation between the efficiency of monetary policy and that of fiscal policy is rather more complex than this group implies.“ (Schlesinger 1996, S. 21 f.).

In der Tat kann man bei einer *Längsschnittanalyse* unschwer feststellen, daß die meisten OECD-Länder in den letzten Jahren ungewöhnliche hohe Haushaltsdefizite zu verzeichnen haben,¹⁴ während sie – wie oben deutlich wurde – gleichzeitig durchweg äußerst geringe Inflationsraten vorweisen können: Mit einem durchschnittlichen Budgetdefizit von 3,8 % (bezogen auf das nominelle BIP) ist die Neuverschuldung der OECD-Länder im Zeitraum 1990 bis 1996 deutlich höher als in den siebziger Jahren, wo dieser Wert nur 2,8 % betragen hatte; gleichwohl liegt die durchschnittliche Inflationsrate mit 3,8 % (1990 - 96) weit unter dem Wert der siebziger Jahre (9,5 %). Im *Querschnittsvergleich* ist Belgien ein wichtiges Beispiel dafür, daß sich eine zeitweise sehr starke Neuverschuldung auch auf längere Sicht nicht zu Lasten der Geldwertstabilität auswirken muß. Umgekehrt wies Spanien in den siebziger Jahren eine mit 1,5 % sehr niedrige Neuverschuldung auf, während es mit einer Inflationsrate von 14,4 % nahezu an der Spitze

¹⁴ Siehe dazu beispielsweise *Masson und Mussa* (1995, S. 2).

der OECD-Länder lag. Dieser Befund gilt nicht nur für die Neuverschuldung, sondern auch für den *Schuldenstand*. In der Gruppe der Staaten, die in den letzten Jahrzehnten eine besonders starke Zunahme der öffentlichen Verschuldung zu verzeichnen hatten, findet man zwar Länder wie Italien, Griechenland und Spanien, aber auch besonders bewährte Mitstreiter im „DM-Block“, wie die Niederlande, Belgien und Österreich.

Der vergleichsweise geringe Einfluß der Fiskalpolitik auf die Inflationsentwicklung dürfte vor allem auf folgende Faktoren zurückzuführen sein:

- Hohe Fiskaldefizite wurden in den hier aufgeführten Ländern in der Regel nicht durch „*seigniorage*“ (d.h. eine Finanzierung durch die Notenbank) finanziert, so daß ein unmittelbarer Einfluß auf die Geldbasis und damit den Geldschöpfungsprozeß nicht gegeben ist.
- Eine Kreditaufnahme des Staates am Kapitalmarkt oder auch beim privaten Bankensystem kann zu einem Anstieg der Realzinsen führen, womit private Nachfrage (insbesondere Investitionen) verdrängt wird („*crowding out*“).
- Wenn die privaten Haushalte eine wachsende Zinslast – und damit verbunden – steigende Steuerzahlungen in der Zukunft antizipieren, werden sie – gemäß des Theorems der „*Ricardianischen Äquivalenz*“ – dafür schon in der Gegenwart Ersparnisse bilden und sich beim Konsum entsprechend zurückhalten. So kann man in den Fällen Belgiens und Italiens beobachten, daß die zeitweise sehr hohe Neuverschuldung mit einer weit überdurchschnittlichen (Geldvermögens-)Ersparnis der privaten Haushalte einherging.
- Die Buchungsvorschriften für die öffentlichen Haushalte divergieren von Land zu Land sehr stark. So werden in einigen Ländern die *Pensionsverpflichtungen* des Staates passiviert und als Verschuldung ausgewiesen, während sie in anderen (insbesondere auch in Deutschland) nicht entsprechend verbucht werden (International Monetary Fund 1996). Identische ökonomische Sachverhalte können sich also ganz unterschiedlich in den Schuldenstatistiken niederschlagen.

VI. Implikationen für die Europäische Währungsunion

Untersucht man die Stabilitätskulturen der EU-Länder anhand der von ihnen über längere Zeiträume hinweg realisierten Inflationsraten, dann gibt es keine Anhaltspunkte dafür, daß sich ihre Stabilitätspräferenzen *dauerhaft* unterscheiden. So gesehen erscheint es von vornherein als fragwürdig, wenn man einzelnen EU-Ländern allein aufgrund „kultureller Faktoren“ eine geringere Präferenz für Geldwertstabilität zuschreibt als Deutschland. Wenig überzeugend ist der in diesem Zusammenhang immer wieder zu

hörende Verweis auf die spezifischen Inflationserfahrungen der deutschen Bevölkerung. Dabei wird insbesondere übersehen, daß die Schweiz, Japan und die Vereinigten Staaten ebenfalls auf eine im längerfristigen Vergleich besonders erfolgreiche Geldpolitik verweisen können, obwohl in diesen Ländern keine vergleichbaren Geldentwertungsprozesse aufgetreten waren. Häufig wird in diesem Zusammenhang auch vergessen, daß die Institution einer unabhängigen Notenbank keine deutsche Erfindung darstellt, sondern der Bundesrepublik (bzw. den drei Westzonen) im Jahr 1948 von den Besatzungsmächten vorgegeben worden war.

Als Kritiker der EWU könnte man dieser längerfristigen Betrachtungsweise entgegenhalten, daß die divergierenden Stabilitätspräferenzen immer nur dann zum Vorschein kommen, wenn die Länder von größeren makroökonomischen Schocks betroffen werden. Man könnte dann also argumentieren, daß sich die EU-Länder an einer kurzfristigen Phillips-Kurve orientieren, wobei in der Mehrheit der EU-Länder eine geringere Stabilitätspräferenz bestehe als in Deutschland. Auf der Basis des in dieser Studie entwickelten intertemporalen Ansatzes würde das darauf hinauslaufen, daß die deutschen Wirtschaftspolitiker einen längeren Zeithorizont und/oder eine geringere Zeitpräferenz aufweisen als die Entscheidungsträger im Rest der EU: Einen Beleg für diese These könnte man in der Phase von 1970 bis etwa zur Mitte der achtziger Jahre sehen, die in der Tat dadurch gekennzeichnet gewesen ist, daß die für alle Beteiligten im Prinzip identischen Ölpreisschocks zu stark divergierenden Inflationsraten geführt haben.

Die Ergebnisse dieser Studie sprechen jedoch eindeutig dafür, daß es sich dabei um einen singulären Prozeß gehandelt hat, der in dieser Weise für die Zeit der EWU nicht mehr zu erwarten ist:

- Die Arbeitsmärkte waren Anfang der siebziger Jahre durch eine extreme Knappheit an Arbeitskräften gekennzeichnet.
- Die europäischen Notenbanken waren nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods gezwungen gewesen, völlig neuartige geldpolitische Konzeptionen zu entwickeln, da der Wechselkurs zum Dollar nicht mehr als geldpolitisches Zwischenziel verwendet werden konnte. Somit fehlte es in der Phase der Ölkrisen in vielen Ländern an einem „fokalen Punkt“ für die Tarifpartner und andere Akteure, die über längere Zeiträume im voraus nominelle Größen fixieren.
- Das wirtschaftswissenschaftliche Denken war in dieser Phase besonders stark von keynesianischen Vorstellungen geprägt gewesen. Die kurzfristigen Vorteile einer expansiven Politik wurden dabei unangemessen hoch eingeschätzt, während die längerfristigen Folgen unterschätzt wurden. Hiervon war auch Deutschland nicht frei, was das extrem keynesianisch

konzipierte Stabilitäts- und Wachstumsgesetz des Jahres 1967 sehr deutlich belegt.

In allen diesen Punkten haben sich mittlerweile erhebliche Veränderungen und Lernprozesse eingestellt, die durchweg als irreversibel anzusehen sind: Besonders offenkundig wird dies daran, wie die Wirtschaftspolitiker in der EU auf die massiv steigenden Arbeitslosenzahlen der letzten fünfzehn Jahre reagiert haben. In keinem Land ist bisher der Versuch zu erkennen, hierauf mit einer expansiven Geld- oder Fiskalpolitik zu reagieren. Dies hat dazu geführt, daß trotz der Beschäftigungsprobleme in der EU wieder eine so niedrige Inflationsrate erreicht worden ist, wie man sie noch in den fünfziger und sechziger Jahren beobachten konnte. Dieser Kurs der Geldpolitik widerlegt vor allem den in der Wirtschaftstheorie heute so beliebten Ansatz von Barro und Gordon (1983a und 1983b), wonach der Anreiz zur Überraschungsinflation überproportional zur Zunahme der Arbeitslosigkeit ansteigen müßte.

Ein weiterer wichtiger Beleg für das allgemeine Umdenken in der Makropolitik der EU-Länder ist in der breiten *Bereitschaft zur Teilnahme an der EWU* zu sehen. Damit entfällt auf der Ebene des einzelnen Landes grundsätzlich die Möglichkeit, mit der heimischen Geldpolitik kurzfristige Beschäftigungseffekte zu erzielen. Im nationalen Alleingang ist in der EWU eine Politik der Überraschungsinflation ebenso ausgeschlossen wie das beschäftigungspolitische Instrument einer Abwertung der heimischen Währung. Natürlich kann man argumentieren, daß die EU-Länder auch in der EWU noch eine inflatorische Politik betreiben können, wenn sie in der Lage sind, einen ausreichenden politischen Druck auf die EZB auszuüben. Es bleibt dabei jedoch offen, warum Länder mit einer hohen Inflationspräferenz überhaupt an einer solchen Lösung interessiert sind, da die bessere Inflationspolitik auf jeden Fall mit einer abhängigen Notenbank und einem flexiblen Wechselkurs betrieben werden kann.

Wesentlich geändert gegenüber den siebziger und achtziger Jahren hat sich auch die Bedeutung der *Arbeitsmärkte* für die Geldwertstabilität. Unter den turbulenten Verhältnissen nach dem ersten Ölpreisschock ist es in einer Reihe von Ländern dazu gekommen, daß sich Verteilungskonflikte zwischen Arbeit und Kapital sehr ungünstig auf die Inflationsraten ausgewirkt haben. Da die Notenbanken die makroökonomische Lage oft nicht im Griff hatten oder aber auch eine gezielte Konjunkturbelebung anstrebten, fehlte in solchen Volkswirtschaften ein „nomineller Anker“ für die Erwartungsbildung. Das erwies sich dann als besonders nachteilig, wenn die Lohnverhandlungen dezentral oder sektoral erfolgten, da nun für die Verhandlungsführer weitgehend unklar war, welche Inflationsentwicklung sie ihren Abschlüssen zugrunde legen sollten. Eine solche Unsicherheit begünstigte zweifellos ein Aufschaukeln inflationärer Prozesse. Vor diesem Hintergrund

ist es zu erklären, daß bei zentralen Lohnabschlüssen oder einem hohen Grad an „Korporatismus“ allgemein bessere makroökonomische Resultate erzielt werden konnten. Für die Situation nach 1998 hat man jedoch zu berücksichtigen, daß sich die Arbeitsmarktlage gegenüber den siebziger Jahren so stark verschlechtert hat, daß ähnlich aggressive „Verteilungskämpfe“, wie man sie in den Phasen der beiden Ölkrisen noch hat beobachten können, für die absehbare Zukunft kaum zu erwarten sind. Einen mäßigen Einfluß dürften auch die steigende Bedeutung des Dienstleistungssektors und die verstärkte Teamproduktion in der Industrie ausüben. In die gleiche Richtung wird sich auch der allgemeine Globalisierungsprozeß auswirken, der für eine anhaltend starke Konkurrenz mit den Niedriglohnländern in Osteuropa und im Fernen Osten sorgen wird.

Im ganzen läßt sich daraus also die Prognose ableiten, daß es der Europäischen Zentralbank möglich sein müßte, einen inflatorischen Schock wie die Ölkrisen, in einer ähnlichen Weise zu meistern, wie es der Bundesbank in den Jahren 1974/75 und 1980/82 gelungen ist. So waren es in den siebziger und achtziger Jahre vor allem die Länder mit autonomen Zentralbanken, die Inflation relativ rasch wieder unter Kontrolle bekamen. Die politische Unabhängigkeit ist eine wesentliche Voraussetzung dafür, daß bei geldpolitischen Entscheidungen ein längerfristiger Zeithorizont zum Tragen kommt.

Von einigen Ökonomen wird dem jedoch entgegengehalten, die in den letzten zehn Jahren erreichten Stabilitätserfolge seien gleichsam gegen den Willen der meisten EU-Länder zustande gekommen. Vaubel (1993, S. 61) geht beispielsweise davon aus, daß diese nur durch den Wettbewerb mit der Bundesbank gezwungen worden seien, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu betreiben.¹⁵ Andere argumentieren, daß die Partnerländer eine stabile Makropolitik nur deshalb verfolgt haben, weil dies die entscheidende Voraussetzung für die Abschaffung der DM-Dominanz darstellte. Kennzeichnend für beide Argumentationsstränge ist die Hypothese,

- daß die Wirtschaftspolitik der letzten zehn Jahre nicht den tatsächlichen Präferenzen der meisten EU-Länder entsprach und daß sich dort somit auch keinerlei Lernprozesse auf dem Gebiet der Wirtschaftspolitik eingestellt haben, und

¹⁵ Vaubel (1993, S. 61): „Solange dieser Wettbewerb der Notenbanken nicht von außen – d. h. durch die Politik – zerstört wird, wird sich auch in Zukunft der Anbieter der stabilsten Währung durchsetzen; denn wer nicht mitzieht, bekommt es mit der Kapitalflucht zu tun und muß entweder abwerten und einen entsprechenden Ansehensverlust hinnehmen oder aber später umfangreiche Zahlungsverpflichtungen im Rahmen des internationalen Saldenausgleichs erfüllen.“

- es nach der Übertragung der geldpolitischen Kompetenzen auf die Europäische Zentralbank alsbald zu einer insgesamt inflatorischen Politik in Europa kommen wird.¹⁶

Beide Erklärungsansätze sind jedoch wenig stringent. Bei der Argumentation von Vaubel besteht das Problem, daß in den achtziger Jahren kein Land gezwungen gewesen ist, sich dem Wettbewerb mit der Bundesbank zu stellen. Wenn die alternative Lösung eines flexiblen und möglicherweise abwertenden Wechselkurses zur D-Mark fast durchweg verworfen wurde, spricht dies dafür, daß sich in der breiten Öffentlichkeit der EU-Länder ein eindeutiger Stabilitätskonsens herausgebildet hat. Dies gilt insbesondere für die neunziger Jahre, in denen die Länder des „DM-Blocks“ nicht nur die Hochzinspolitik der Bundesbank nachvollziehen, sondern darüber hinaus auch noch erhebliche Risikoprämien in ihrem heimischen Zinsniveau zu leisten hatten. Die Teilnahme am EWS und von 1987 an auch die Strategie, auf Abwertungen gegenüber der D-Mark zu verzichten sind also eindeutig als Ausdruck einer umfassenden makroökonomischen Neuorientierung anzusehen. Besonders offenkundig war dieser Richtungswechsel im Fall Frankreichs, in dessen tatsächlich praktizierter Wirtschaftspolitik es vom März 1983 an zu einer völligen Abkehr von keynesianischen Vorstellungen gekommen war.

Problematisch ist auch die These, daß die Stabilitätspolitik der Partnerländer eine rein strategische Entscheidung darstelle, um so die Vorherrschaft der Bundesbank in Europa zu brechen. Die mangelnde logische Konsistenz dieses Arguments wird besonders deutlich, wenn man unterschiedliche Inflationsentwicklungen mit divergierenden intertemporalen Präferenzen erklärt. Implizit wird dabei nämlich unterstellt,

- daß die Partnerländer in ihren politischen und wirtschaftspolitischen Entscheidungen einen extrem langen Zeithorizont und/oder eine geringe Zeitpräferenzrate an den Tag legen, da sie bereit sind, über mehr als zehn Jahre eine aus ihrer Sicht unangemessene Makropolitik zu betreiben, nur um dann letztlich die Währungsunion zu realisieren,
- daß die Partnerländer gleichzeitig aber mit einem geringen Zeithorizont und/oder einer hohen Zeitpräferenzrate operieren, da sie bei wirtschaftspolitischen Störungen Lösungen mit inflatorischen Effekten bevorzugen.

Alles in allem können die Erfahrungen der siebziger und frühen achtziger Jahre somit nicht als ein Beleg dafür herangezogen werden, daß die Mehrheit der EWU-Teilnehmerländer schon bald nach der Errichtung der Wäh-

¹⁶ In den Worten des Memorandums der EWU-Kritiker (1992, Tz. 5): „Die Europäische Zentralbank wird – trotz weitgehender Unabhängigkeit – Preisstabilität in Europa nicht durchsetzen, weil es für sie aufgrund unterschiedlicher Interessen der nationalen Entscheidungsträger keinen genügend starken Anreiz gibt, dies zu wollen.“ Das Memorandum ist abgedruckt in *Bofinger et al.* (1993).

rungsunion auf eine inflatorische Geldpolitik drängen wird. Für Deutschland halten sich die Opportunismus-Risiken, die mit einer Teilnahme an der Währungsunion entstehen, also in recht engen Grenzen. Problematisch ist zweifellos die unzureichende Kontrolle vieler EU-Länder über ihre Defizite und den Schuldenstand, doch ist dies sehr viel mehr ein Problem für das reale Wachstum in Europa als für die Geldwertstabilität.

Zusammenfassung

Die Diskussion über „Stabilitätskultur“ hat bisher weitgehend vernachlässigte Determinanten der makroökonomischen Politik in den Blickpunkt des akademischen Interesses gerückt. In dieser Studie werden zunächst die Wirkungskanäle aufgezeigt, über die sich unterschiedliche kulturelle Gegebenheiten auf wirtschaftliche Prozesse auswirken können. Die größte Bedeutung ist hier dem „trade-off“ zwischen Gegenwarts- und Zukunftsnutzen beizumessen sowie dem Verhältnis zwischen den Tarifparteien. Als recht schwierig erweist es sich, diejenigen kulturellen Faktoren zu identifizieren, die relevant sind für solche ökonomischen Entscheidungsprozesse. Die einzigen Grundlagen hierfür bieten die Arbeiten von Max Weber und Francis Fukuyama. Beide sehen in der Religionszugehörigkeit eine zentrale Determinante wirtschaftlicher Entwicklung. Die empirische Analyse verdeutlicht, daß es im Hinblick auf die Inflationsentwicklung auf längere Sicht keine anhaltenden Divergenzen zwischen den EU-Ländern gibt. Ausgeprägtere Unterscheide bestehen allerdings in der Inflationsphase der siebziger und achtziger Jahre. Hier kann gezeigt werden, daß Länder mit besonders hoher Geldentwertung gekennzeichnet waren durch instabile politische Verhältnisse, politisch abhängige Notenbanken, wenig harmonische Beziehungen zwischen den Tarifpartnern und zudem dezentralisierte und unkoordinierte Tarifverhandlungen. Obwohl diese divergierenden Reaktionsmuster mit spezifischen kulturellen Verhältnissen erklärt werden können, ist nicht zu erwarten, daß ähnliche Prozesse unter den Verhältnissen der Europäischen Währungsunion auftreten werden. Zum einen hat eine unabhängige Zentralbank einen koordinierenden Einfluß auf die Lohnfindungsprozesse, zum anderen hat sich die Situation an den Arbeitsmärkten grundlegend gewandelt. Schließlich sind auch erhebliche Lernprozesse zu konstatieren, aufgrund derer die Vorteile aus einer expansiven Makropolitik deutlich geringer und die Nachteile erheblich höher eingeschätzt werden als in den siebziger und frühen achtziger Jahren.

Literaturverzeichnis

Barro, R. J. und *Gordon*, D. B. (1983a), „A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model“, in: *Journal of Political Economy*, 91/4, S. 589 - 610. – *Barro*, R. J. und *Gordon*, D. B. (1983b), „Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy“, in: *Journal of Monetary Economy*, 17/1, S. 101 - 122. – *Bofinger*, P., *Collignon*, S. und *Lipp*, E.-M. als Hrsg. (1993), „Währungsunion oder Währungschaos?: Was kommt nach der D-Mark“, Wiesbaden. – *Bofinger*, P., *Hefeker*, C. und *Pflieger*, K. (1997a), „Stabilitätskultur in Europa“, Gutachten für die Wissenschaftsförderung des Deutschen Sparkassen- und Giroverbands, Bonn, erscheint im Sparkassen-

verlag Stuttgart. – *Bofinger, P., Reischle, J. und Schächter, A.* (1997b), „Geldpolitik: Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente“, München. – *Boulding, K.* (1973), „Ökonomie als eine Moralwissenschaft“, in: Vogt, W. (Hrsg.), „Seminar: Politische Ökonomie – Zur Kritik der herrschenden Nationalökonomie“, Frankfurt am Main, S. 103 - 125. – *Bruno, M. und Sachs, J.* (1985), „Economics of Worldwide Stagflation“, Oxford. – *Calmfors, L. und Drifill, J.* (1988), „Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance“, in: *Economic Policy*, 6, S. 13 - 61. – *Cukierman, A.* (1992), „Central Bank Strategy, Credibility, and Independence – Theory and Evidence“, Cambridge (Mass.). – *Dornbusch, R. und Fischer, S.* (1995), „Makroökonomik“, 6. Aufl., München. – *Franzen, A.* (1980), „Kleine Kirchengeschichte“, 9. Aufl., Freiburg. – *Fukuyama, F.* (1995), „Konfuzius und Marktwirtschaft: Der Konflikt der Kulturen“, München. – *Grilli, V. und Masciandaro, D. und Tabellini, G.* (1991), „Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries“, in: *Economic Policy*, 13, S. 341 - 392. – *International Monetary Fund* (1996), „World Economic Outlook: Focus on Fiscal Policy“, International Monetary Fund, Washington D.C. – *Issing, O.* (1992), „Unabhängigkeit der Notenbank und Geldwertstabilität. Jahresfeier der Akademie der Wissenschaften und der Literatur“, Mainz. – *Jamieson, I.* (1980), „Capitalism and Culture. A Comparative Analysis of British and American Manufacturing Organizations“, London. – *Masson, P. R. und Mussa, M.* (1995); „Long-term tendencies in Budget Deficits and Debt“, IMF Working Paper WP/95/128. – *McCallum, J.* (1983), „Inflation and Social Consensus in the Seventies“, in: *The Economic Journal*, 93/December 1983, S. 784 - 805. – *Meyers Großes Taschenlexikon* (1992), Mannheim, diverse Bände. – *North, D. C.*, (1992), „Institutionen, institutioneller Wandel und Wirtschaftsleistung“, *Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften – Studien in den Grenzbereich der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 76, Tübingen. – *Novak, M.* (1996), „Die Katholische Ethik und der Geist des Kapitalismus“, Trier. – *OECD* (1994), „International Statistical Yearbook – Issue 1994“, CD-ROM (Data Service & Information GmbH, Rheinberg). – *Richter, R.* (1994), „Stabilitätskultur als Problem der Institutionen-Ökonomik“, in: Hesse, H. und Issing, O. (Hrsg.), „Geld und Moral“, München, S. 73 - 90. – *Richter, R. und Furubotn, E.* (1996), „Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung“, Tübingen. – *Rogoff, K.* (1985), „The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target“, in: *Quarterly Journal of Economics*, 50, S. 1169 - 1189. – *Schlesinger, H.* (1996), „Money is just the Start“, *The Economist*, 21. September 1996, S. 21 - 25. – *Schnabel, C.* (1996), „Korporatismus, zentralisierte Lohnverhandlungen und makroökonomische Performance“, in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 42. Jg., S. 259 - 272. – *Tarantelli, E.* (1986), „The Regulation of Inflation and Unemployment“, in: *Industrial Regulations*, 25/1, S. 1 - 15. – *Vaubel, R.* (1993), „Die politische Ökonomie einer europäischen Zentralbank“, in: *Bofinger, P., Collignon, S. und Lipp, E.-M.* (Hrsg.), „Währungsunion oder Währungschaos?: Was kommt nach der D-Mark“, Wiesbaden, S. 59 - 64. – *Weber, M.* (1991a), „Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus“, in: *Winckelmann, Johannes* (Hrsg.), „Die protestantische Ethik I: Eine Aufsatzsammlung“, Gütersloh, 8. Aufl., S. 27 - 278. – *Weber, M.* (1991b), „Die protestantischen Sekten und der Geist des Kapitalismus“, in: *Winckelmann, Johannes* (Hrsg.), „Die protestantische Ethik I: Eine Aufsatzsammlung“, Gütersloh, 8. Aufl., S. 279 - 357. – *Zeitler, F.-C.* (1996), „Stabilitätskultur – ein Beitrag für Europa“, in: *Deutsche Bundesbank/Auszüge aus Presseartikeln*, 42, Juli 1996.

Rechtliche und politische Probleme beim Übergang in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion*

Von Martin Seidel, Bonn

I.

Mit dem Eintritt in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion geht die Währungshoheit von den Mitgliedstaaten auf die Europäische Gemeinschaft über. Eine Währungsunion, die einheitliches Geld und eine einheitliche Währungspolitik gestaltet, setzt voraus, daß der Gemeinsame Markt restlos verwirklicht ist. Ein Gemeinsamer Markt – so eine weitverbreitete Vorstellung – könne seine Wirkung ohne eine einheitliche Währung nicht entfalten. Umgekehrt kann aber eine Währungsunion nicht funktionieren, wenn der Gemeinsame Markt nicht vollendet ist. Eine Analyse zeigt, daß der Gemeinsame Markt der Europäischen Gemeinschaft immer noch Regelungslücken aufweist. Sein rechtliches Regelungssystem bedarf zahlreicher weiterer Ausbauschritte. Ökonomisch, im Sinne einer optimalen Allokation der Ressourcen hat der Gemeinsame Markt seine vollen Wirkungen ebenfalls noch nicht entfaltet.

Der Aufbau des Gemeinsamen Marktes war mit den zahlreichen Maßnahmen, die bis zum 31. Dezember 1992 getroffen wurden, keineswegs abgeschlossen. Die Energiewirtschaft und die Verkehrswirtschaft stehen noch außerhalb des „Gemeinsamen Marktes“, nationale Politikgestaltung und die Abschottung der heimischen Märkte herrschen in beiden Wirtschaftssektoren vor. Die Außenwirtschaft ist ebenfalls noch eine mitgliedstaatliche Domäne. Vornehmlich liegt die Exportkreditversicherung und damit ein wesentliches Instrument der Ausfuhrförderung noch in nationaler Hand. Für die Rüstungswirtschaft sieht der Vertrag von Rom Sonderregelungen vor, die den Gemeinsamen Markt einschränken. Über die Einbeziehung der Rüstungswirtschaft in die Europäische Gemeinschaft wird kaum nachgedacht. Selbst im klassischen gewerblichen Bereich ist der Gemeinsame Markt teilweise noch ein Torso. Für die Umsatzsteuer gilt nach wie vor das

* Vortrag bei einer gemeinsamen Veranstaltung des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft und des Instituts für Europäische Wirtschaft der Ruhr-Universität Bochum, am 4. Juni 1996.

Bestimmungslandprinzip. Um die Warenkontrollen an den Grenzen aus umsatzsteuerrechtlichen Gründen aufzuheben, wurde ein Ersatzregime für den innergemeinschaftlichen Steuerausgleich geschaffen. Als imaginäre innergemeinschaftliche Grenze belastet das Ersatzregime den Güter- und Dienstleistungsaustausch nicht minder, als es bislang die Grenzkontrollen taten. Eine wesentliche Funktion des Gemeinsamen Marktes ist die Kontrolle der mitgliedstaatlichen Wirtschaftsförderung durch die Europäische Gemeinschaft. Anders als die Kartell- und Fusionsaufsicht ist die Subventionsaufsicht der Europäischen Gemeinschaft, die sich gegenüber den Mitgliedstaaten entfaltet, noch nicht vollständig aufgebaut. Funktionsdefizite bestehen insbesondere bei der Kontrolle der Subventionierung der öffentlichen Wirtschaft. Maßnahmen der Rechtsangleichung und Rechtsetzung stehen für verschiedene Wirtschaftsbereiche noch aus. Vornehmlich ist der Banken- und Finanzdienstleistungssektor noch nicht ausreichend geregelt. Die handelspolitische Schutzklausel des Artikel 115 EG-Vertrag, durch die eine nationale Außenhandelspolitik innergemeinschaftlich abgesichert werden kann, bedarf ebenso der Aufhebung wie verschiedene Schutzklauseln, die das Regelungsnetzwerk der Freiheit des Kapitalverkehrs aufweist. Ausdruck der unvollkommenen Verwirklichung des Gemeinsamen Marktes ist vor allem, daß bislang noch keine gemeinschaftseinheitlichen Personenkontrollen an den Außengrenzen der Gemeinschaft stattfinden. Sie würden einen endgültigen Verzicht auf Personenkontrollen an den innergemeinschaftlichen Grenzen ermöglichen. Das Problem besteht darin, daß die Einwanderungspolitik keine Zuständigkeit der Europäischen Gemeinschaft ist, vielmehr von den Mitgliedstaaten gestaltet wird. Unabhängig davon stößt das System der wechselseitigen Anerkennung in diesem Bereich indes auf verfassungspolitische Bedenken. Mangels ausreichenden wechselseitigen Vertrauens in die Kontrollen der anderen Mitgliedstaaten werden Personenkontrollen an den innergemeinschaftlichen Grenzen möglicherweise dauerhaft erforderlich bleiben. Soll der Gemeinsame Markt von den innergemeinschaftlichen Personenkontrollen entlastet werden, bleibt letztlich nur als Ausweg die gemeinschaftseinheitliche Administration. Sie bedeutet den Aufbau einer „Bundespolizei“ und den Einstieg in den Bundesstaat. Ohne den Bundesstaat ist der Gemeinsame Markt wahrscheinlich restlos nicht zu verwirklichen. Der Testbereich der Außenkontrollen für sogenannte Mehrzweckgüter macht dies gleichermaßen wie die Personenkontrollen deutlich. Nach wie vor konnte eine gemeinschaftseinheitliche Regelung der Ausfuhrkontrolle für Mehrzweckgüter, die innergemeinschaftliche Ausfuhrkontrollen entbehrlich macht, nicht erreicht werden.

Das Regelungsnetzwerk von Maastricht hat die vollständige Verwirklichung des Gemeinsamen Marktes nicht zur Vorbedingung für den Eintritt in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion erklärt. Seinerzeit herrschte die Vorstellung vor, daß der Binnenmarkt spätestens in diesem Jahr, dem

ersten vertraglich vorgesehenen Zeitpunkt des Eintritts in die Endstufe der Währungsunion, jedenfalls 1998/1999, dem definitiven Zeitpunkt der Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion absolut vollendet sein würde. Die Vollendung des Gemeinsamen Marktes war quasi die Grundlage für die Umwandlung der Europäischen Gemeinschaft in eine Wirtschafts- und Währungsunion.

Inzwischen zeichnet sich ab, daß diese Erwartung nicht zutraf. Selbst für 1998/1999 ist nicht absehbar, daß der Gemeinsame Markt als Vorbedingung für die Einführung der einheitlichen Währung vollendet sein wird.

Rechtlich stellt sich damit die Frage, ob die unvollkommene Verwirklichung des Gemeinsamen Marktes zum vorgesehenen Zeitpunkt des Eintritts in die Endstufe der Währungsunion eine Verschiebung des Datums für deren Beginn legitimiert. Zu fragen ist vor allem, ob ein einzelner Mitgliedstaat seine Mitwirkung an den Beschlüssen über den Eintritt in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion mit der Begründung versagen darf, daß mangels vollständiger Verwirklichung des Gemeinsamen Marktes der Eintritt in die Endstufe der Währungsunion keinen Sinn macht. Eine Währungsunion, die sich auf einen unvollkommen ausgebildeten Binnenmarkt stützt, liegt nicht im Interesse der Gemeinschaft; die Akzeptanz der Europäischen Währung, wenn nicht sogar die Akzeptanz der Europäischen Gemeinschaft steht mit ihr auf dem Spiel. Das Protokoll „über den Übergang zur dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion“ verpflichtet die Mitgliedstaaten zur Mitwirkung bei der Gestaltung der Endstufe der Währungsunion. Es hat rechtlich die Qualität von vertraglichem Gemeinschaftsrecht und schließt jegliches Blockaderecht der Mitgliedstaaten aus. Ein nach dem Protokoll gemeinschaftswidriges Verhalten verliert jedoch seinen rechtlichen Makel, wenn es aus besonderem Grunde legitimiert ist. Die Mitwirkungspflicht, die das Protokoll begründet, ist nicht gegeben, wenn die Organe der Europäischen Union und die anderen Mitgliedstaaten die Grundlagen der Währungsunion nicht respektieren.

Die absolute Vervollkommnung des Gemeinsamen Marktes wird weder in der Öffentlichkeit noch in der Fachwelt als – ungeschriebene – rechtliche Voraussetzung der Währungsunion diskutiert. Seit Maastricht wird dagegen eine andere Voraussetzung der Wirtschafts- und Währungsunion, ohne daß auch diese *expressis verbis* im Vertrag von Maastricht genannt ist, erörtert. Die politische Diskussion der Währungsunion unterscheidet zwischen sogenannten „geborenen“ und „nicht geborenen Mitgliedern“ der Währungsunion. „Ohne Deutschland“ heißt es seitens der Europäischen Union sogar amtlich, „mache die Währungsunion keinen Sinn“, gleichermaßen sei eine Währungsunion, der Frankreich nicht angehöre, „undenkbar“. Hinsichtlich Italien schwankt die Einschätzung, ob der Status Italiens als Gründungsmitglied der Europäischen Union respektiert werden müsse. Die einstweilige

Nicht-Teilnahme Italiens an der Währungsunion würde seine Degradierung zu einem Mitgliedstaat zweiter Klasse bedeuten.

Für den Eintritt in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion gilt nach dem Vertrag von Maastricht, daß beim ersten Durchgang, der für 1996/1997 vorgesehen ist, der Rat zu entscheiden hat, ob der Eintritt in die dritte Stufe der Währungsunion „zweckmäßig“ ist. Für den zweiten Durchgang 1998/1999 sieht der Vertrag von Maastricht dagegen vor, daß die Währungsunion ohne eine solche Entscheidung unter den Mitgliedstaaten, die sich für ihren Beitritt qualifiziert haben, am 1. Januar 1999 beginnt. Für 1998/1999 ist eine Entscheidung über die „Zweckmäßigkeit“ der Währungsunion im Vertrag von Maastricht nicht vorgesehen.

Die ungeschriebenen – rechtlichen – Vorbedingungen für den Eintritt in die Währungsunion zwingen indes zu der Annahme, daß die Europäische Union, insbesondere aber der mit der Schlußentscheidung betraute Rat der Staats- und Regierungschefs auch 1998/1999 eine Entscheidung darüber zu treffen haben wird, ob ungeachtet der Qualifizierung von gegebenenfalls nur zwei oder drei Mitgliedstaaten die Währungsunion beginnen soll. Die Annahme eines Automatismus, zu dem eine wortgemäße Interpretation der maßgeblichen Regelung des Artikel 109j EG-Vertrag führt, ist rechtlich nicht vertretbar. Eine Währungsunion zwischen Deutschland, den Niederlanden und Luxemburg ist politisch ebensowenig realistisch wie eine Währungsunion zwischen Irland, den Niederlanden, Luxemburg und Österreich.

II.

Das Zieldatum 1998/1999 hat nur in ganz begrenztem Ausmaß rechtliche Wirkung. Der Generaldirektor des Juristischen Dienstes der Kommission, Dewost, hat in den mündlichen Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht auf die mangelnde rechtliche Verbindlichkeit des Zieldatums mit Recht hingewiesen. Der Vertrag von Rom sah bereits für die Durchführung verschiedener Aufgaben feste Termine zur Beschlußfassung durch den Rat vor. Die Termine wurden zu einem großen Teil vom Rat nicht eingehalten, ohne daß der Vorwurf der Vertragsverletzung, im Sinne einer gerichtlich feststellbaren Mißachtung einer gemeinschaftsrechtlichen Verpflichtung erhoben wurde. Für das Zieldatum 1998/1999 gilt ebenfalls, daß der Rat keine Vertragsverletzung begeht, wenn er das Zieldatum nicht einhält oder sich vorher auf ein neues Zieldatum festlegt.

Bezeichnend für die rechtliche Einstufung des Zieldatums 1998/1999 ist, daß nach Auffassung der Organe der Europäischen Union das für 1996/1997 nach dem Vertrag von Maastricht vorgesehene – erste – Verfahren der Überprüfung der Beitrittsfähigkeit der Mitgliedstaaten nicht abzulaufen braucht. Nach Artikel 109j EG-Vertrag müßte noch in diesem Jahr in Form

eines Berichtes des Europäischen Währungsinstituts und eines weiteren Berichtes der Kommission, die beide mit der Interpretation der Haushaltsregeln zu beginnen hätten, die Beitrittsfähigkeit aller Mitgliedstaaten ermittelt und vor allem die währungsrechtlich relevanten mitgliedstaatlichen Regelungen im Hinblick auf ihre Konformität mit der Satzung des Zentralbanken-Systems überprüft werden. Der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister hätte dann auf der Grundlage dieser Berichte nach Maßgabe von Empfehlungen der Kommission – mit qualifizierter Mehrheit – alle einzelnen Mitgliedstaaten hinsichtlich ihrer Beitrittsfähigkeit zu beurteilen. Die Staats- und Regierungschefs hätten alsdann – alles noch in diesem Jahre – nach förmlicher Anhörung des Europäischen Parlaments – förmliche Entscheidungen über die Beitrittsfähigkeit der einzelnen Mitgliedstaaten zu treffen. Bekanntlich hat sich der Europäische Rat auf seiner Tagung in Cannes darauf verständigt, daß das erste Prüfverfahren, wie es für dieses Jahr vorgesehen ist, gar nicht erst stattfindet. Vielmehr soll 1998 auf der Grundlage der wirtschaftlichen Daten des Jahres 1997 das erste und einzige Prüfverfahren durchgeführt werden. Die Suspendierung der Verfahrensregelungen liegt zweifellos im Interesse nicht nur der einzelnen Mitgliedstaaten, sondern auch der Europäischen Gemeinschaft. Da das Ergebnis des Verfahrens voraussehbar ist, war es politisch sinnvoll, den Maastrichter Vertrag in diesem Jahr nicht erst zur Anwendung gelangen zu lassen. Die Suspendierung bedeutet aber, daß der erstmögliche Eintrittstermin für die Endstufe der Währungsunion ohne Vertragsänderung aufgehoben worden ist.

Die Rechtsgrundlage für eine Entscheidung der Europäischen Union über die Verschiebung des Schlußtermins stellt kein Problem dar. Mangels rechtlicher Verbindlichkeit bedarf die Aufhebung bzw. die Verschiebung des Schlußtermins keines förmlichen Rechtsaktes. Insbesondere ist keine Vertragsänderung erforderlich, die von den Parlamenten der Mitgliedstaaten zu ratifizieren wäre und möglicherweise in einzelnen Mitgliedstaaten Referenden erforderlich machen würde. Ein einfacher politischer Beschluß der Staats- und Regierungschefs, der vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister vorzubereiten wäre, ist gegebenenfalls ausreichend. Er ist aber auch erforderlich, da die Finanzmärkte ein Signal haben müssen, um die erforderlichen Dispositionen treffen zu können. Selbstverständlich bedarf es vorab eines Konsenses der maßgeblich betroffenen Mitgliedstaaten, namentlich Deutschlands, Frankreichs und Italiens. Der Beschluß der Staats- und Regierungschefs müßte, selbst wenn er in die Form eines Rechtsaktes eingekleidet wäre, auf das Regelungswerk der Wirtschafts- und Währungsunion als solches, insbesondere auf Artikel 109j EG-Vertrag gestützt werden. Auf Artikel 235 EG-Vertrag muß zurückgegriffen werden, soweit es um den inneren Ausbau der Wirtschafts- und Währungsunion, insbesondere die Gestaltung des Verhältnisses der inneren Währungsunion zu den „Mitgliedstaaten mit Ausnahmeregelung“, den sogenannten „outs“ geht.

III.

Das Verfahren der Qualifizierung für die Währungsunion wirft in verschiedener Hinsicht rechtliche Probleme auf. Sie betreffen zum einen die Interpretation der Konvergenzkriterien, zum anderen das für den Eintritt in die Endstufe der Währungsunion festgelegte Verfahren.

Die sogenannten „Konvergenzkriterien“ sollen sicherstellen, daß die Währungsstabilität in der Europäischen Gemeinschaft nach dem Übergang in die Währungsunion gesichert ist. Die Währungsstabilität ist als vorrangige Zielsetzung der Währungspolitik im Vertrag von Maastricht und vor allem in der Satzung des Zentralbanken-Systems ausdrücklich festgeschrieben. Im Vertrag von Maastricht heißt es aber auch, daß die Organe der Europäischen Gemeinschaft und der Zentralbankrat „unbeschadet“ des Ziels der Preisstabilität die „allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft“ unterstützen sollen. Die Verbindung mit der Wirtschaftspolitik, für die primär die Mitgliedstaaten verantwortlich zeichnen, ist damit rechtlich gegeben. In der Praxis dürfte sie die Realität werden. Diese Verbindung ist im Hinblick auf die der Wirtschaftspolitik zuzuordnende Zielsetzung der Herstellung eines hohen Beschäftigungsstandes bedeutsam. Die Währungspolitik ist von der Beschäftigungspolitik als primäre Verantwortlichkeit der Mitgliedstaaten alles andere als vollständig „abgekoppelt“.

Bekanntlich qualifiziert das Bundesverfassungsgericht in dem Urteil vom 12. Oktober 1993 die Währungsunion als eine Stabilitätsgemeinschaft. Entgegen dem Wortlaut des Artikel 109j Absatz 2 EG-Vertrag, der für die Beschlußfassung über den Eintritt die qualifizierte Mehrheit vorsieht, scheint das Bundesverfassungsgericht von dem Erfordernis eines Konsenses der Mitgliedstaaten auszugehen. Andererseits nimmt aber das Bundesverfassungsgericht für den Fall, daß die Währungsunion die Stabilität der Währung nicht gewährleisten sollte, für die Bundesrepublik Deutschland ein Recht auf Austritt – aus Gründen des deutschen Verfassungsrechts – in Anspruch. Hinter dem Vorbehalt verbergen sich erkennbar Zweifel, ob die Konvergenzkriterien und das Eintrittsverfahren die Währungsstabilität tatsächlich optimal garantieren.

Die Konvergenzkriterien sind auslegungsfähig und auslegungsbedürftig. Das gilt zunächst hinsichtlich des Preis-Kriteriums und des Zins-Kriteriums. Bei beiden Kriterien ist fraglich, worauf sich der sogenannte Preis-Abstand bzw. der Zins-Abstand bezieht. Dem Ziel der Währungsstabilität wird als Auslegung nur gerecht, daß sich der Abstand von nicht mehr als 1 1/2 Prozentpunkten auf die durchschnittliche Inflationsrate der drei währungsstabilsten Länder und der Zinsabstand von 2 Prozentpunkten auf den durchschnittlichen Zins der drei „besten Ergebnisträger“ bezieht. Die Inflationsrate und der Kapitalmarktzins des drittbesten Mitgliedstaats würde als

Bezugspunkt eine beträchtliche Aufweichung der währungspolitischen Stringenz der Haushaltsregelungen bedeuten.

Der Auslegung bedarf auch das Kriterium, daß die „normalen Bandbreiten“ des Wechselkursmechanismus einzuhalten sind. Im Zeitpunkt der Verabschiedung des Maastrichter Regelungswerkes betragen die „normalen Bandbreiten“ des Europäischen Währungssystems $\pm 2,25\%$, inzwischen sind sie auf $\pm 15\%$ erweitert. Die rein rechtliche Interpretation führt zu dem Ergebnis, daß nicht die derzeit gültigen, sondern die damaligen Bandbreiten entscheidend sind. Unerläßliche Voraussetzung und ohne eine Vertragsänderung kaum abänderbar ist, daß der betreffende Mitgliedstaat dem Europäischen Währungssystem überhaupt angehört. Bekanntlich kann Italien, das aus dem Währungssystem ausgeschieden ist, die erforderliche Mindestdauer von 2 Jahren bis zum Jahr 1998 nicht mehr erreichen.

Die Fragwürdigkeit des Schemas der Konvergenzkriterien wird besonders bei den Haushaltskriterien deutlich. Das Haushaltskriterium wird im Vertrag von Maastricht dahin umschrieben, daß im Zeitpunkt der Überprüfung eines Mitgliedstaates keine Entscheidung des Rates vorliegt, die ein übermäßiges Haushaltsdefizit festgestellt hat. Das Haushaltskriterium besteht nach dem Vertrag von Maastricht – entgegen einer weitverbreiteten Auffassung – keineswegs darin, daß die jährliche Haushaltsverschuldung nicht höher als 3 % des Bruttoinlandsproduktes und die öffentliche Gesamtverschuldung nicht mehr als 60 % des Bruttoinlandsproduktes betragen darf. Rechtlich umschrieben ist das Haushaltskriterium in der Weise, daß die defizitäre Haushaltslage eines Mitgliedstaates durch keine Entscheidung des Rates festgestellt worden ist. Sofern eine solche Entscheidung des Rates, die dieser auf Empfehlung der Kommission mit qualifizierter Mehrheit trifft, nicht ergangen ist, ist das Haushaltskriterium erfüllt. Die üblicherweise als Haushaltskriterium eingeschätzten Höchstwerte von 3 % für die jährliche Verschuldung und 60 % für die Gesamtverschuldung haben nur die Funktion von sogenannten „Referenzwerten“, die im Rahmen des haushaltsrechtlichen Prüfverfahrens für den Erlaß einer Entscheidung maßgeblich sind. Kommission und Rat haben die Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten an Hand der Referenzwerte zu überprüfen; gegebenenfalls haben sie die Feststellung eines übermäßigen Defizits zu treffen. Kommt es jedoch zu keiner Entscheidung, daß in einem Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit besteht, ist die mangelnde Einhaltung der Verschuldungsgrenzen durch den Mitgliedstaat rechtlich unerheblich. Eine einklagbare Verpflichtung des Rates, bei einer Mißachtung der beiden Referenzwerte gegenüber dem Mitgliedstaat tätig zu werden, ist dem Vertrag von Maastricht nicht zu entnehmen. Ersichtlich hat der Vertragsgeber das Ermessen des Rates zwar gebunden, dieses Ermessen aber nicht durch eine jedwede pflichtwidrige Ausübung des Ermessens einschränkende Rechtsnorm der gerichtlichen Überprüfung überantwortet.

Nach allem kann nicht die Auffassung vertreten werden, daß die Konvergenzkriterien rechtlich in einer Weise ausgestaltet sind, daß sie als ein „System von Normativ-Bestimmungen“ die Beitrittsfähigkeit der Mitgliedstaaten zur Währungsunion durch jeden Rechtsanwender nachprüfbar festlegen. Es bestehen offene Beurteilungsspielräume, die durchaus neben Stabilitätsabwägungen auch anderen Einflüssen auf die konstitutiven Entscheidungsraum geben.

Die Unsicherheit über die Auslegung der Konvergenzkriterien wird dadurch vergrößert, daß der Beschlußfassung über den Eintritt in die Währungsunion durch den Rat weder ein Verfahren der vorherigen authentischen Interpretation der Konvergenzkriterien durch den Europäischen Gerichtshof noch ein Verfahren ihrer einvernehmlichen Interpretation durch die Mitgliedstaaten und die Organe der Europäischen Gemeinschaft, die die Konvergenzkriterien anzuwenden haben, vorgelagert ist.

IV.

Die Beschlußfassung über den Eintritt in die Endstufe der Währungsunion erfolgt in einem mehrstufigen Verfahren, in das mehrere „Beschlußträger“, nämlich die Kommission, das Europäische Währungsinstitut, der Rat in der Zusammensetzung der Wirtschafts- und Finanzminister, das Europäische Parlament und – letztlich – der Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs eingeschaltet sind. Als „erster Instanz“ fällt der Kommission und dem Europäischen Währungsinstitut, innerhalb derer Beschlußfassungen mit Mehrheit erfolgen, als Aufgabe zu, für den Rat jeweils Berichte darüber zu erstellen, inwieweit die Mitgliedstaaten bei der Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion ihren Verpflichtungen nachgekommen sind, das innerstaatliche Recht, insbesondere das Zentralbankrecht an den gemeinschaftsrechtlichen Auflagen des Artikel 107 EG-Vertrag ausgerichtet und einen hohen Grad an dauerhafter Konvergenz der Wirtschaftspolitik erreicht haben. Für die Beurteilung der dauerhaften Konvergenz sind dabei als Maßstab die vier aufgezeigten Konvergenzkriterien vorgeschrieben, die jedoch infolge mangelnder Eindeutigkeit, insbesondere infolge der Art der Umschreibung der „tragbaren Finanzlage“ Auslegungsspielräume eröffnen. Die Berichte der Kommission und des Europäischen Währungsinstituts, die das weitere Verfahren maßgeblich bestimmen, können folglich Feststellungen enthalten, denen keine ausschließlich an der Sicherung der Währungsstabilität orientierte Beurteilung der Voraussetzungen für den Eintritt einzelner Mitgliedstaaten in die Währungsunion zugrunde liegt. Gleiches gilt für die Meinungsbildung innerhalb des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister, der im Anschluß an die Berichterstattung durch die Kommission und das Europäische Währungsinstitut in das

Verfahren eingeschaltet ist. Dem Rat obliegt die Feststellung, ob die einzelnen Mitgliedstaaten die Voraussetzungen für die Einführung einer einheitlichen Währung erfüllen. Grundlage seiner Beurteilung sind dabei zum einen die Berichte der Kommission und des Europäischen Währungsinstituts sowie des weiteren eine – auf eine bestimmte Beschlußfassung des Rates abzielende – Empfehlung der Kommission. Obgleich diese Empfehlung der Kommission für die Feststellung des Rates nicht bindend ist, dürfte sie die Beschlußfassung des Rates, der mit qualifizierter Mehrheit entscheidet, beeinflussen. Zeitgleich mit der Beschlußfassung des Rates, der seine – mit qualifizierter Mehrheit getroffenen – „Feststellungen“ den Staats- und Regierungschefs als „Empfehlung“ für die Schluß-Entscheidung unterbreitet, wird das Europäische Parlament in den Beurteilungsprozeß eingeschaltet. Das Europäische Parlament hat kein echtes Mitwirkungs-, sondern lediglich ein Anhörungsrecht; seine Stellungnahme, die nicht unter Ausschluß der öffentlichen Meinung in den Mitgliedstaaten erstellt wird, dürfte Einfluß auf den Meinungsbildungsprozeß der Staats- und Regierungschefs haben.

Den Staats- und Regierungschefs obliegt letztverantwortlich die Bewertung der Beitrittsfähigkeit der Mitgliedstaaten. Mit ihrer Entscheidung beschließen die Staats- und Regierungschefs als Rat den Übergang der Währungssouveränität, das heißt der Zuständigkeit für die Geld-, Kredit- und Währungspolitik von den Mitgliedstaaten auf die Europäische Union. Da sie diese Entscheidung mit qualifizierter Mehrheit treffen, können einzelne Mitgliedstaaten hinsichtlich ihrer Beurteilung der eigenen als auch der Beitrittsfähigkeit anderer Mitgliedstaaten überstimmt werden und kann ihre Währungssouveränität gegen ihren Willen auf die Europäische Union übergehen. Die Beschlußfassung mit qualifizierter Mehrheit wurde in Maastricht bewußt gewählt, damit nicht eine Minderheit beitrtritts-unwilliger oder beitrittsunfähiger Mitgliedstaaten den Eintritt in die Endstufe der Währungsunion blockieren kann. Erforderlich war der Verzicht auf die Einstimmigkeit nicht. Denn in dem Protokoll „über den Übergang zur dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion“ das gleichermaßen wie die beiden anderen relevanten Protokolle vertragliches Gemeinschaftsrecht darstellt, wurde ausdrücklich festgelegt, daß kein Mitgliedstaat den Eintritt in die dritte Stufe behindern dürfe.

Die Entscheidung des Rates ist gemeinschaftsrechtlich uneingeschränkt verbindlich. Lediglich ein Urteil des Europäischen Gerichtshofs kann einen Mitgliedstaat, der gegen seinen Willen zum Eintritt in die Währungsunion und damit zur Aufgabe seiner Währungssouveränität gezwungen wird, aus der gemeinschaftsrechtlichen Bindung der Entscheidung entlassen. Lediglich zugunsten des Vereinigten Königreiches und Dänemarks besteht gemeinschaftsrechtlich aufgrund entsprechender Protokolle die Besonder-

heit, daß für sie die Verbindlichkeit der Entscheidung nur eintritt; wenn sie zuvor die Bereitschaft zur Teilnahme an der Endstufe der Währungsunion noch einmal erklärt haben. Für die Bundesrepublik Deutschland gilt die gleiche Regelung nicht etwa deswegen, weil sich der Deutsche Bundestag anlässlich der Ratifizierung des Vertrages von Maastricht in einer Entschlie-ßung die Bewertung der Anwender der „eng und strikt“ anzulegenden Stabilitätskriterien vorbehalten und die Bundesregierung in ihrem Stimmverhalten an seine Zustimmung gebunden hat. Der Vorbehalt des Deutschen Bundestages und der gleichlautende Vorbehalt des Bundesrates haben lediglich interne Wirkung. Sie würden einer Entscheidung des Rates, die gegen das intern gebundene Stimmverhalten Deutschlands erginge, nicht die rechtliche Verbindlichkeit nehmen. Als durchschlagender gemeinschaftsrechtlicher Vorbehalt im Sinne einer freien Entscheidung über den Eintritt in die Endstufe der Währungsunion hätte der Vorbehalt als Modifizierung des Maastrichter Vertragswerks nachträglich neu ausgehandelt und in allen Mitgliedstaaten als Vertragsergänzung ratifiziert werden müssen.

Die Entscheidung des Rates ist eine pflichtgebundene Ermessensentscheidung. Die Empfehlung, die zuvor der Wirtschafts- und Finanzminister-Rat getroffen hat, bildet dabei nach dem Wortlaut des Artikel 109j Absatz 3 die „Grundlage“ für die Beurteilung der Beitrittsfähigkeit der Mitgliedstaaten. Der Rat ist aber an die Empfehlung nicht gebunden und kann durchaus eine von ihr abweichende Beurteilung der Beitrittsfähigkeit einzelner Mitgliedstaaten vornehmen. Die Annahme, daß die Staats- und Regierungschefs als verantwortlich entscheidendes Organ der Gemeinschaft an eine Empfehlung der Wirtschafts- und Finanzminister gebunden sind, ist gemeinschaftsrechtlich nicht haltbar; sie wäre mit der Stellung der Staats- und Regierungschefs nicht vereinbar. Die Berichte der Kommission und des Europäischen Währungsinstituts braucht der Rat nach dem ausdrücklichen Wortlaut des Artikels 109j Absatz 3 EG-Vertrag ohnedies nur „gebührend zu berücksichtigen“. Die Bindung an die Konvergenzkriterien – von der gemeinschaftsrechtlich ausgegangen werden kann – schließt eine die Währungsstabilität gefährdende Schluß-Entscheidung des Rates angesichts der Interpretationsbedürftigkeit der Konvergenzkriterien nicht aus.

Der Grad der Gefährdung der Währungsstabilität, der sich zusätzlich aus dem Verfahren des Eintritts in die Endstufe der Währungsunion ergibt, ist nicht gering einzuschätzen.

V.

Als Rechtsakt der Europäischen Union unterliegt die Schlußentscheidung des Rates der Überprüfung durch den Europäischen Gerichtshof. Der Eintritt in die Währungsunion kann innerhalb von 2 Monaten im Wege einer

sogenannten Anfechtungsklage gemäß Artikel 173 EG-Vertrag von jedem Mitgliedstaat, mangels individueller Betroffenheit dagegen nicht von einem Einzelnen angefochten werden. Fraglich und klärungsbedürftig ist dagegen, ob der Eintritt in die Währungsunion auch im Rahmen eines Vorabentscheidungsverfahrens gemäß Artikel 177 EG-Vertrag vor den Europäischen Gerichtshof gebracht werden kann.

Die „mangelnde“ Berücksichtigung der Konvergenzkriterien kann im Rahmen einer Überprüfung durch den Europäischen Gerichtshof als Rechtsverstoß oder Ermessensmißbrauch nur insoweit geltend gemacht werden, wie diese als eindeutig auszulegende Normen den Rat binden. Der Europäische Gerichtshof wird das Interpretationsermessen, das die Regelungen des Vertrages von Maastricht den an dem Eintrittsverfahren beteiligten Organen einräumen, allenfalls daraufhin überprüfen, ob seine Ausübung durch sachfremde Erwägungen bestimmt war. Zu einer Aufhebung der Entscheidung des Rates über den Eintritt der Endstufe der Währungsunion durch den Europäischen Gerichtshof wird es, wie Kenner seiner Rechtsprechung und seines Organverständnisses voraussagen, aller Wahrscheinlichkeit nicht kommen.

Die einseitige Lösung aus dem Rechtsverbund der Entscheidung, die verschiedentlich unter der Berufung auf den „Wegfall der Geschäftsgrundlage“ (genauer: der Regelungsgrundlage) für den Fall einer Mißachtung der Konvergenzkriterien als rechtlich zulässig angesehen wird, wäre gemeinschaftsrechtlich ein Vertragsverstoß.

Die für die Schluß-Entscheidung vorgesehene Abstimmung mit qualifizierter Mehrheit läßt sich kaum eine einstimmige Beschlußfassung umdeuten. Nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichtes folgt daraus, daß das Protokoll über die Konvergenzkriterien nur einstimmig geändert werden kann, auch die Einstimmigkeit bei der Beschlußfassung über den Eintritt in die Endstufe der Währungsunion. Dieser Schluß steht indes sowohl im Widerspruch zu dem eindeutigen Wortlaut des Artikel 109j Absatz 3 EG-Vertrag als auch zu der „ratio“ der ausdrücklich vereinbarten Beschlußfassung mit qualifizierter Mehrheit; die Möglichkeit des Vetos eines einzelnen Mitgliedstaates sollte durch dieses Verfahren gerade ausgeschlossen werden. Dagegen war es für den Maastrichter Vertragsgeber sinnvoll, für die weitere normative Ausgestaltung der Konvergenzkriterien – im Gegensatz zu ihrer Anwendung um damit Interpretation – die Einstimmigkeit bei der Beschlußfassung vorzusehen. Das galt um so mehr, als mit der ergänzenden Regelung – infolge vorgesehener Aufhebung des Protokolls – vertragliches Gemeinschaftsrecht zu abgeleitetem Gemeinschaftsrecht werden soll.

Nicht überzeugend ist das Argument, daß sich aus der Regelung des Artikel 109i Absatz 4 EG-Vertrag eine ausreichende Absicherung der Mitglied-

staaten gegen den Eintritt in eine – nicht ausreichend der Währungsstabilität verpflichtete – Währungsunion ergibt. Nach dieser Regelung ist für die unwiderrufliche Festlegung der Umrechnungskurse der Währungen der Mitgliedstaaten eine einstimmige Beschlußfassung des Rates erforderlich. Bei diesem Beschluß handelt es sich um eine reine Folge-Entscheidung, an der die Mitgliedstaaten pflichtgemäß mitzuwirken haben. Ein Mitgliedstaat kann seine Zustimmung zur Fixierung der Umrechnungskurse nur aus Gründen versagen, die sich aus der Festlegung der Umrechnungskurse ergeben. Die hier geltende Einstimmigkeit soll gegen Wertverluste bei der Festsetzung der Umrechnungskurse sichern. Ein Mitgliedstaat würde gegen den Grundsatz des „venire contra factum proprium“ verstoßen, wenn er seine Zustimmung zur Festlegung der Wechselkurse aus Gründen seiner mangelnden Bereitschaft zur Teilnahme an der Währungsunion versagen würde.

Das vom Bundesverfassungsgericht postulierte Austrittsrecht der Bundesrepublik aus der Währungsunion, das für den Fall einer nicht stabilitätskonformen Währungspolitik der Europäischen Gemeinschaft zum Tragen gelangen soll, läßt sich gemeinschaftsrechtlich nicht begründen. Um gemeinschaftsrechtlich legitimiert zu sein, hätte es nachträglich in das Maastrichter Vertragswerk aufgenommen und von allen Mitgliedstaaten ratifiziert werden müssen.

VI.

Die Einhaltung der Konvergenzkriterien ist nicht nur Bedingung für den Eintritt, sondern zugleich für das Verbleiben in der Währungsunion. Die Verpflichtung der Mitgliedstaaten zur Vermeidung übermäßiger öffentlicher Defizite gilt im Gegenteil erst nach dem Eintritt in die Währungsunion. Nach Artikel 109e EG-Vertrag gilt sie nämlich während der zweiten Stufe der Währungsunion nur in einer eingeschränkten Form. Artikel 109e Absatz 3 schließt für die zweite Stufe der Währungsunion die Verpflichtung zur Sicherung einer konvergenten Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsentwicklung des Artikel 104c Absatz 1 EG-Vertrag ausdrücklich aus. In der zweiten Stufe gilt die Regelung des Absatzes 4 Artikel 109e, wonach die Mitgliedstaaten lediglich „bemüht“ zu sein brauchen, übermäßige öffentliche Defizite zu vermeiden. Aus der Bemühensklausel muß rückgefolgert werden, daß die Verpflichtung zur Sicherung der Konvergenz der Wirtschaftspolitik und der Wirtschaftsentwicklung, wie sie gemäß Artikel 104c Absatz 1 EG-Vertrag für die Endstufe gilt, eine echte gemeinschaftsrechtliche Verpflichtung darstellt und einklagbar ist.

Die Konvergenz-Verpflichtung der Endstufe der Währungsunion unterscheidet sich von den üblichen gemeinschaftsrechtlichen Verpflichtungen, etwa der Verpflichtung zur Beseitigung von Zöllen und Kontingenten. Die

normale gemeinschaftsrechtliche Verpflichtung kann im Falle ihrer Verletzung nach Maßgabe des Verfahrens der Rechtsaufsicht – nach Durchführung des vorgeschriebenen Vorverfahrens – von der EG-Kommission bzw. jedem anderen Mitgliedstaat ohne Einschaltung des Rates vor dem Europäischen Gerichtshof eingeklagt werden. Für die Verpflichtung zur Sicherung der Konvergenz der Wirtschaftspolitik und zur Einhaltung der Haushaltsregelungen gilt jedoch die Besonderheit, daß die Erhebung einer Klage vor dem Europäischen Gerichtshof durch die EG-Kommission oder einen Mitgliedstaat solange ausgeschlossen ist, wie nicht zuvor der Rat die Pflichtverletzung durch den Mitgliedstaat festgestellt, den Mitgliedstaat in Verzug gesetzt und ihm den Abbau des Haushaltsdefizits innerhalb einer bestimmten Frist aufgegeben hat. Aus Artikel 104c EG-Vertrag Absatz 10 ergibt sich ausdrücklich, daß das Recht auf Klageerhebung nach den Artikeln 169 und 170 – das heißt dem Verfahren der Rechtsaufsicht – zuvor nicht ausgeübt werden kann.

Die eingeschränkte Durchsetzbarkeit der Konvergenzverpflichtung gilt vor allem für die Haushaltsregeln. Sie kann nur über eine Änderung des Vertrages von Maastricht aufgehoben werden. Artikel 104c EG-Vertrag enthält zwar in Absatz 14 eine Ermächtigung zugunsten des Rates als Gemeinschaftsgesetzgeber, zur Durchführung des in diesem Artikel beschriebenen Verfahrens „weitere Bestimmungen“ zu erlassen. Der Rat verabschiedet diese Bestimmungen einstimmig auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments sowie der Europäischen Zentralbank. Bei der Ausübung dieser Ermächtigung ist der Rat jedoch an die Grundstruktur des haushaltsrechtlichen Überwachungsverfahrens gebunden. Die Rechtsaufsicht kann in Ausübung dieser Ermächtigung folglich nicht ausgeweitet werden.

Die aufgeworfene Rechtsfrage hat Bedeutung im Zusammenhang mit Überlegungen, den von deutscher Seite vorgeschlagenen Stabilitätspakt ohne eine Änderung des Vertrages rechtsverbindlich auszugestalten.

VII.

Der deutscherseits in Brüssel eingebrachte Vorschlag für einen „Stabilitätspakt für Europa“ soll insbesondere in der Endstufe der Währungsunion die Preisniveaustabilität gegen finanzpolitisches Fehlverhalten einzelner Mitgliedstaaten sichern. „Die Beitrittskriterien und institutionellen Sicherungen des Vertrages“ sollen nach den Vorstellungen des Bundesministers der Finanzen „präzisiert“ und „für die praktische Anwendung operationalisiert“ werden. An eine Vertragsergänzung bzw. Vertragsänderung zum Maastrichter Vertrag ist dabei nicht gedacht.

Lediglich als politische Selbstverpflichtung der Mitgliedstaaten ausgehandelt, würde der „Stabilitätspakt“ keine rechtsverbindliche Wirkung zu Lasten der Mitgliedstaaten enthalten. Seine Wirkung bestünde lediglich in einer Bekräftigung des Willens der Mitgliedstaaten, die Haushaltsregelungen des WWU-Vertrages einzuhalten. Soweit der „Stabilitätspakt“ „normativ“ über die Haushaltsregeln hinausgreift, in dem er diese „präzisiert“ und „operationalisiert“, begründet er erst recht keine rechtliche Wirkung. Die Haushaltsregeln können auf diese Weise weder modifiziert noch ausgeweitet werden. Die Einhaltung des Stabilitätspaktes bliebe der freien Entscheidung der Mitgliedstaaten vorbehalten; insbesondere bliebe eine Überprüfung und Durchsetzung der „ergänzenden“ Regelungen über den Europäischen Gerichtshof oder die Gerichte der Mitgliedstaaten ausgeschlossen.

Die rein politischen Wirkungen des „Stabilitätspakts“ würde ausschließlich die Regierungen der Mitgliedstaaten erfassen. Die nationalen Parlamente als die eigentlichen Träger der Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten würden von der „Selbstbindung“ nur miterfaßt werden, wenn die Mitgliedstaaten die übernommene „Verpflichtung“ ihrerseits den Parlamenten verfassungsrechtlich wirksam auferlegen. Die Einbindung der Parlamente – in der Bundesrepublik auch der Landtage – ließe sich, wenn der „Stabilitätspakt“ nicht als gemeinschaftsrechtlicher Änderungsvertrag ausgestaltet und nach den verfassungsrechtlichen Vorschriften ratifiziert wird, nur erreichen, wenn die nationalen Verfassungen autonom geändert würden. In diesem Zusammenhang ist der Vorschlag zu sehen, daß die Haushaltsregelungen des Vertrages von Maastricht in den mitgliedstaatlichen Verfassungen verankert werden sollten.

Eine gemeinschaftsrechtliche Verpflichtung, die mitgliedschaftlichen Parlamente über eine Verfassungsänderung in den Stabilitätspakt einzubinden, besteht nicht. Daß die mitgliedstaatlichen Parlamente auf der Grundlage lediglich einer politischen Selbstbindung ihrer Regierung zu einer Änderung der nationalen Verfassungen bereit sind, ist unwahrscheinlich. In einzelnen Mitgliedstaaten käme ergänzend zur Änderung der Verfassung durch die nationalen Parlamente möglicherweise noch die Befassung der Bevölkerung hinzu.

Es gibt daher Überlegungen, den Stabilitätspakt unter Ausnutzung einer – „inneren“ – Handlungsermächtigung des EG-Vertrages durch einen Rechtsakt, und zwar gleichermaßen für die Regierungen wie auch für die nationalen Parlamente, verbindlich zu machen.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob Artikel 104c Absatz 14 zweiter Unterabsatz EG-Vertrag als Rechtsgrundlage für einen entsprechenden Rechtsakt des Rates, der eine Verordnung sein könnte und auch wohl sein müßte, ausreicht. Zweifel sind angebracht, weil der Stabilitäts-

pakt inhaltlich über das in Artikel 104 Buchstabe c Absatz 11 umschriebene Verfahren für Sanktionen gegen einen Mitgliedstaat hinausgeht. Die in Absatz 11 des Artikel 104c EG-Vertrag festgelegten Sanktionen sehen zum einen nicht vor, daß die Mitgliedstaaten für den Fall eines Überschreitens der zulässigen Verschuldung automatisch für jeden Prozentpunkt der Überschreitung eine Stabilitätsabgabe in Höhe von 0,25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts bei der Gemeinschaft zu hinterlegen habe. Vielmehr liegt die Wahl der Sanktionen im Ermessen des Rates und ihre Verhängung setzt jeweils einen Beschluß des Rates voraus, an dem allerdings der betroffene Mitgliedstaat nicht mitwirkt. Die Ermächtigung des Absatzes 14 des Artikels 104c zum Erlaß weiterer „Bestimmungen“ beschränkt sich auf eine Konkretisierung des in Absatz 11 des Artikels 104c festgelegten Verfahrens. Die Modifizierung und Umgestaltung des Verfahrens wird von der Ermächtigung nicht erfaßt und dürfte somit als Vertragsänderung eine Ratifizierung durch die Mitgliedstaaten voraussetzen. Das gilt gleichermaßen für den in dem Stabilitätspakt enthaltenen abweichenden Referenzwert; er stellt eine Modifizierung der materiellen Konvergenzregeln dar. Bezüglich dieses Teils des Stabilitätspaktes müßte zusätzlich auf die Ermächtigung des Artikels 6 des Protokolls „über die Konvergenzkriterien nach Artikel 109j des EG-Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft“ zurückgegriffen werden. Ob diese Ermächtigung herangezogen werden kann, ist aber ebenfalls zweifelhaft.

Mit der Inanspruchnahme der Ermächtigung des Artikels 104c Absatz 14 sowie mit der Inanspruchnahme des Artikels 6 des Konvergenzkriterien-Protokolls würden das Protokoll „über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit“ und das „Konvergenzkriterien-Protokoll“ außer Kraft treten. Dies wurde im Vertrag von Maastricht für den Fall der Inanspruchnahme der beiden Handlungsermächtigungen des Rates ausdrücklich festgelegt. Hinter dieser Regelung verbergen sich die Interessen anderer Mitgliedstaaten, im Zuge der Entwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion gegebenenfalls die Haushaltsregeln in einem vereinfachten Verfahren, jedenfalls unter Ausschluß der Parlamente, ändern zu können. Als vertragliches Gemeinschaftsrecht haben die beiden Protokolle, die mit der Inanspruchnahme der beiden Ermächtigungen aufgehoben würden, eine höhere Bestandsgarantie. Abgeleitetes Gemeinschaftsrecht bietet rechtlich, vor allem aber politisch eine geringere Sicherung gegen Änderungen. Diese Überlegungen sprechen gegen eine Inanspruchnahme der beiden Ermächtigungen.

Als Rechtsgrundlage für eine Verrechtlichung des Stabilitätspaktes käme dann lediglich Artikel 235 EG-Vertrag in Betracht; bei seiner Inanspruchnahme würden sich die Probleme nicht stellen.

Für die Inanspruchnahme des Artikels 235 EG-Vertrag anstelle der Ermächtigung des Absatzes 14 des Artikels 104c EG-Vertrag spricht vor allem, daß dadurch möglicherweise auch die Rechtsaufsicht erweitert werden könnte. Verpflichtungen aus einer Verordnung, die auf Artikel 104c Absatz 14 EG-Vertrag gestützt wäre, stünden unter dem Vorbehalt des Absatzes 10 des Artikels 104c EG-Vertrag; wie ausgeführt, ist hiernach die Rechtsaufsicht bzw. die Durchsetzung der Konvergenzverpflichtung der Mitgliedstaaten über den Europäischen Gerichtshof erst nach Befassung des Rates möglich. Dieser Vorbehalt, der gegenüber Verpflichtungen aus einer Durchführungs-Verordnung zum haushaltsrechtlichen Aufsichtsverfahren durchgreifen würde, ließe sich im Rahmen einer auf Artikel 235 EG-Vertrag gestützten Regelung möglicherweise überwinden.

VIII.

Die politischen Probleme, die sich im Zusammenhang mit dem Übergang in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion stellen, sind vielgestaltig. Sie beginnen mit der Frage, ob die Wirtschafts- und Währungsunion nicht der stärkeren Absicherung durch eine Umgestaltung der Europäischen Gemeinschaft von einem Staatenverband in einen Staatsverband bedarf. Die für eine gemeinsame Währungspolitik unerläßliche innere Umstellung der Völker der Europäischen Union in eine „Solidargemeinschaft“ kann nur über eine staatliche Struktur – selbstverständlich bundesstaatlicher Ausprägung – erreicht und gesichert werden. Die dafür notwendigen vorrechtlichen Voraussetzungen dürften allerdings ebensowenig wie die hierfür erforderliche politische Bereitschaft der Mitgliedstaaten zu diesem substantiellen Integrations-schritt gegeben sein.

Ein wesentliches Problem ergibt sich aus den unterschiedlichen Rollen, die die Mitgliedstaaten im Rahmen des Verfahrens über den Eintritt in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion einnehmen. Die währungsschwächeren Mitgliedstaaten dürfen sich vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion einen zusätzlichen Stabilitätsgewinn versprechen, der selbst dann gegeben ist, wenn die Wirtschafts- und Währungsunion die ihr auferlegte Zielsetzung der Gewährleistung der Währungsstabilität nicht uneingeschränkt erfüllt. Für die währungsstabileren Mitgliedstaaten bedeutet dagegen die Wirtschafts- und Währungsunion, wenn sie nicht gleichermaßen die Währungsstabilität sichert, einen Verlust an Währungsstabilität. Hieraus ergeben sich unterschiedliche Interessen der Mitgliedstaaten, insbesondere bei der Interpretation der Konvergenzkriterien und bei der Anwendung des Verfahrens über den Eintritt in die Endstufe und Währungsunion. Deutschland hat in diesem Zusammenhang die Rolle und Funktion eines Trainers, die es bislang im Rahmen des Integrationspro-

zesses nicht auszuüben brauchte. Als Kehrseite dieser Trainer-Rolle begründet das Verfahren der Errichtung der Währungsunion ein „Zuordnungsverhältnis“ der anderen Mitgliedstaaten zu Deutschland, das ebenfalls neu ist. Die Wahrung der Stabilitätsinteressen durch Deutschland liegt zwar im Interesse der Europäischen Gemeinschaft; sie kann aber von anderen Mitgliedstaaten als ein unerträgliches Abhängigkeitsverhältnis mißverstanden werden.

Zusammenfassung

Rechtliche und politische Probleme beim Übergang in die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion

Die Währungsunion setzt voraus, daß der Gemeinsame Markt restlos verwirklicht ist; dies ist zur Zeit noch nicht der Fall. In der Diskussion über die Währungsunion wird zwischen „geborenen“ und „nicht geborenen Mitgliedern“ unterschieden. „Ohne Deutschland“ „mache die Währungsunion keinen Sinn“, gleichermaßen sei eine Währungsunion, der Frankreich nicht angehöre, „undenkbar“. Das Zieldatum 1998/1999 hat nur in ganz begrenztem Ausmaß rechtliche Wirkung. Die „Konvergenzkriterien“ sollen sicherstellen, daß die Währungsstabilität in der Europäischen Gemeinschaft nach dem Übergang in die Währungsunion gesichert ist; sie sind auslegungsfähig und auslegungsbedürftig. Das Haushaltskriterium besteht darin, daß im Zeitpunkt der Überprüfung eines Mitgliedstaates keine Entscheidung des Rates vorliegt, die ein übermäßiges Haushaltsdefizit festgestellt hat. Die üblicherweise als Haushaltskriterium eingeschätzten Höchstwerte von 3% für die jährliche Verschuldung und 60% für die Gesamtverschuldung haben nur die Funktion von sogenannten „Referenzwerten“, die im Rahmen des haushaltsrechtlichen Prüfverfahrens für den Erlaß einer Entscheidung maßgeblich sind. Den Staats- und Regierungschefs obliegt letztverantwortlich die Bewertung der Beitrittsfähigkeit der Mitgliedstaaten. Da sie diese Entscheidung mit qualifizierter Mehrheit treffen, können einzelne Mitgliedstaaten überstimmt werden; ihre Währungssouveränität kann gegen ihren Willen auf die Europäische Gemeinschaft übergehen.

Europäische Währungsunion mit europäischem Finanzausgleichssystem und europäischer Sozialpolitik?

Von Hans-Hermann Francke, Freiburg

I. Zur Problemstellung

Die gegenwärtigen Auseinandersetzungen über die Einführung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) konzentrieren sich meist darauf, ob es der zukünftigen Europäischen Zentralbank gelingen wird, für Preisniveaustabilität in Europa zu sorgen und wie groß die Anzahl der teilnehmenden Staaten im Zusammenhang mit der Erfüllung der sogenannten Konvergenzkriterien sein wird. Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion wird aber zusätzlich dazu führen, daß ein – gegenüber dem aktuellen Zustand – wesentlich erweitertes europäisches Finanzausgleichssystem entstehen wird. Dazu könnte auch – entweder als Teil oder Ergänzung desselben – eine Harmonisierung der europäischen Sozialversicherungssysteme gehören. Damit ist der gesellschaftliche und ökonomische Problemhorizont der angestrebten WWU wesentlich weiter, als es die im Vordergrund stattfindende Diskussion erscheinen läßt.

Die Verknüpfung der Entstehung von Währungsunion, Finanzausgleich und gemeinsamer Sozialpolitik resultiert aus zwei Ursachen. Zum einen formuliert der Vertrag von Maastricht nicht nur den Entwurf für die Währungsunion, sondern auch Aufforderungen und Gestaltungsanweisungen für ein neues Finanzausgleichssystem und die zukünftige gemeinsame Sozialpolitik. Zum anderen könnten die ökonomischen Konsequenzen der Währungsunion die Erweiterung und partielle Harmonisierung der Finanz- und Sozialpolitik der Gemeinschaft der Mitgliedstaaten erzwingen. Das Ausmaß und die Art der damit verbundenen Probleme wird wesentlich davon bestimmt, wie groß die polit-ökonomischen Gemeinsamkeiten der an der Währungsunion beteiligten Staaten sein werden. Dabei wird der Erfolg oder das Scheitern der Währungsunion davon abhängen, ob und inwieweit das Finanzausgleichssystem und die gemeinsame Sozialpolitik zugleich den Effizienzbedingungen der Währungsunion genügen oder nicht.

In diesem Sinne wird im vorliegenden Beitrag gefragt, welche Gestaltungsprinzipien eines europäischen Finanzausgleichssystems und gemeinsamer europäischer Sozialpolitik mit einem Erfolg der Europäischen Wäh-

rungsunion vereinbar sind und welche diesen gefährden. Die Überlegungen dazu sind in drei Schritte gegliedert. Zunächst sollen die Erfolgsbedingungen der Europäischen Währungsunion noch einmal verdeutlicht werden. Sodann sollen alternative Konzepte eines zukünftigen Europäischen Finanzausgleichs in bezug auf ihre Kompatibilität mit einer effizienten Währungsunion bewertet werden. Schließlich werden die Konsequenzen für die europäische Sozialpolitik diskutiert, wobei auf einige gemeinsame aktuelle Reformprobleme der Mitgliedstaaten hingewiesen wird.

II. Zu den Erfolgsbedingungen der Europäischen Währungsunion

1. Mögliche Nutzen der Währungsunion

In der wissenschaftlichen Auseinandersetzung über die Pro- und Kontrargumente¹ zur Einführung einer Europäischen Währungsunion sind drei wesentliche mögliche Nutzen identifiziert worden:

- Erstens können durch die Verwendung der Einheitswährung Informations- und Transaktionskosten beim grenzüberschreitenden Austausch von Güter- und Faktorleistungen eingespart werden, die die gemeinsame ökonomische Wohlfahrt und den Wettbewerb erhöhen.
- Zweitens wird die Produktionseffizienz vergrößert, wenn in den teilweise hochintegrierten europäischen Wirtschaftsräumen, -branchen und -sektoren häufige Wechselkursanpassungen unterbleiben, welche früher oft zu „falschen“ relativen Preisen geführt haben.
- Drittens können diejenigen Staaten, welchen dies in der Vergangenheit mißlungen ist, mit der Europäischen Zentralbank in den Besitz einer effizienten Notenbank gelangen, indem sie diese „importieren“.

Die Einsparung von Informations- und Transaktionskosten durch die Verwendung des „EURO“ als Einheitswährung wird in der Öffentlichkeit meist als größter Nutzen der Währungsunion herausgestellt. Dabei wird jedoch nicht immer hinreichend deutlich gemacht, daß er vor allem auf den induzierten Wettbewerbseffekten beruht. Die Senkung der Transaktions- und Informationskosten ist zwar per se wohlfahrtssteigernd, weil ein gegebenes gemeinsames Sozialprodukt zu geringeren Kosten entsteht. Wichtiger erscheint jedoch, daß durch die Kostensenkung der internationale Wettbewerb und damit die allokative Effizienz auf den europäischen Güter- und Faktormärkten verbessert werden können. Schätzungen gehen dahin, daß diese Wettbewerbseffekte das gemeinsame Sozialprodukt der Mitgliedstaaten dauerhaft um etwa einem halben bis zu einem ganzen Prozentpunkt steigern könnten.

¹ Siehe u. a. *Francke* 1996.

Das erscheint beachtlich; doch zunehmender Wettbewerb verlangt zunehmende Anstrengungen und ist oft unbequem oder gar unerwünscht. Gelingt er trotzdem, so steigt zwar das Sozialprodukt, doch sind die Beschäftigungseffekte nicht unbedingt positiv. Im Gegenteil: immer öfter sind Steigerungen des Wettbewerbs und des Sozialprodukts mit rückläufiger Beschäftigung verknüpft. Im übrigen ist die Einführung des EURO mit erheblichen Kosten verbunden, die sich zwar als positiver Beitrag zum Sozialprodukt abbilden, aber erst sehr viel später zur Vergrößerung der ökonomischen Wohlfahrt – im Sinne gestiegener Konsummöglichkeiten – beitragen.

Das zweite Pro-Argument zielt darauf, daß es in der Europäischen Union bereits heute eine Reihe hochintegrierter ökonomischer Regionen, Branchen und Sektoren gibt, für die häufige und unvorhersehbare Wechselkursanpassungen kontraproduktiv sind. Denn dadurch werden immer wieder „falsche“ Preise der Güter und Faktorleistungen erzeugt. Diese münden zumindest vorübergehend in Fehlallokationen, weil Knappheitsrelationen und Ertragsdifferenzen verzerrt werden. Daraus entstehen Fehlinformationen der ökonomischen Akteure, welche zu Mißerfolgen ihrer Planungen führen. Allerdings sei auch darauf hingewiesen – darauf wird im folgenden zurückzukommen sein – , daß bei weitem nicht alle Teile der beitriftswilligen europäischen Volkswirtschaften hochintegriert sind. Ob für sie ohne zusätzliche finanz- und sozialpolitische Eingriffe auf das Wechselkursanpassungsinstrument verzichtet werden kann, erscheint zumindest zweifelhaft.

Das dritte Pro-Argument erscheint als das wichtigste. Folgt man der These, daß ein wesentlicher Teil des ökonomischen Fortschritts von Wirtschaftssystemen darauf beruht, effiziente wirtschaftspolitische Institutionen zu entwickeln, dann ist die Möglichkeit, eine erfolgreiche Notenbank in Form der Europäischen Zentralbank zu „importieren“ von größtem Nutzen für diejenigen Mitgliedstaaten der Währungsunion, die bisher nicht über effiziente Notenbanken verfügten. Ihnen wird damit gewissermaßen ein „Sprung“ in der ökonomischen Entwicklung ermöglicht. Hinzu kommt die Teilhabe am „Seignioridge“ der Europäischen Notenbank. In der gegenwärtigen Auseinandersetzung um die Mitgliedschaft in der Währungsunion mutet es daher merkwürdig an, daß diejenigen Staaten, welche davon den größten Nutzen erwarten können, nicht beitreten sollen.

2. Mögliche Kosten und Risiken der Währungsunion

Den o.a. möglichen Nutzen stehen ebenfalls drei wesentliche Argumente gegenüber, welche auf Kosten und Risiken der Währungsunion hinweisen:

- Erstens bedeutet die Errichtung einer Europäischen Zentralbank, daß die Mitgliedstaaten ihre bisherige alleinige geldpolitische Entscheidungskompetenz aufgeben bzw. teilen müssen.
- Zweitens wird befürchtet, daß es der zukünftigen Europäischen Zentralbank eventuell nicht gelingen wird, die Inflationsrate so niedrig zu halten, wie es die Deutsche Bundesbank vermochte.
- Drittens resultiert aus der Abschaffung des Wechselkurses als Anpassungsinstrument die Notwendigkeit, durch Einkommensdifferenzierungen und Wanderungsbewegungen der Produktionsfaktoren die notwendigen Ausgleichsmechanismen zwischen unterschiedlich wettbewerbsfähigen Standorten zu ermöglichen. Ob diese Ausgleichsmechanismen akzeptiert werden, ist fragwürdig, so daß die Gefahr zusätzlicher Arbeitslosigkeit droht.

Der Verlust der nationalen geldpolitischen Souveränität erscheint gerade aus deutscher Sicht schmerzlich. Die Deutsche Bundesbank gilt weltweit als eine der erfolgreichsten Notenbanken und hat ohne Zweifel durch die Bereitstellung des wertvollen öffentlichen Gutes „Stabilitätskultur“ einen erheblichen Beitrag zur positiven Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft nach dem zweiten Weltkrieg beigetragen. Hinzu kommt für Deutschland, daß der zusätzliche ökonomische Gewinn, der mit der Verfügung über eine internationale Reservewährung verbunden ist, mit den anderen Mitgliedern der Währungsunion geteilt werden muß. Schließlich führt auch die für den Rat der Europäischen Zentralbank vorgesehene Entscheidungsprozedur – neben den Direktoriumsmitgliedern erhält dort jedes Land nur eine Stimme – zur überproportionalen Einschränkung deutscher geldpolitischer Gestaltungsmöglichkeiten, wenn man berücksichtigt, daß Deutschland der bei weitem bevölkerungsstärkste Staat ist.

Das Risiko, daß es der Europäischen Zentralbank nicht gelingen wird, in befriedigendem Ausmaß für Geldwertstabilität zu sorgen, wird häufig damit begründet, daß ihre Gouverneure aus Staaten kommen werden, in denen bisher eine vergleichsweise geringe „Stabilitätskultur“ herrschte. Zugleich wird befürchtet, daß angesichts der in den meisten Mitgliedsländern drängenden Beschäftigungsprobleme der allgemeine politische Druck auf die Zentralbank wachsen könne, durch akkomodierende Geldpolitik eine Überwälzung fiskal- und lohnpolitischer Fehlentscheidungen auf die Inflationsrate zu erleichtern. Außerdem hat die Unklarheit über die zukünftige geldpolitische Strategie der Zentralbank, Geldmengen- Zwischenziel- oder Endzielstrategie, Unsicherheit über die Effizienz der zukünftigen europäischen Geldpolitik erzeugt. Nach den politischen Neuwahlen in Frankreich im Sommer 1997 sind diese Befürchtungen verstärkt worden, weil die neue sozialistische Regierung Ergänzungen des Vertrags von Maastricht sowie

des Stabilitätspakts verlangt hat, welche auf eine stärkere Einbindung der Geldpolitik in die allgemeine wirtschaftspolitische Entscheidungsfindung zielen.

Das dritte Kontraargument bezieht sich auf die mangelnde Flexibilität der Entlohnung und Wanderung des Faktors Arbeit in Europa; denn wenn das Anpassungsinstrument · Wechselkursänderungen wegfällt, um die Wettbewerbsfähigkeit unterschiedlich produktiver Standorte zu erhalten, droht bei unzureichender Einkommensdifferenzierung und Mobilität der Arbeitskräfte Arbeitslosigkeit. Die Notwendigkeit, gleiche Arbeit an unterschiedlich produktiven Standorten unterschiedlich zu bezahlen, wird bisher nur teilweise akzeptiert. Ebenso ist die Bereitschaft zu umfänglichen Wanderungsbewegungen, insbesondere zur Aufnahme fremder Arbeitskräfte in den prosperierenden Regionen, wenig ausgeprägt. Fehlt es jedoch an dieser Flexibilität bzw. Mobilität, dann wird die Arbeitslosigkeit in einigen Mitgliedstaaten zunehmen. Von denen wird schnell die Forderung nach Sozialtransfers und Subventionen erhoben werden, wie die aktuellen Vorschläge für einen europäischen Beschäftigungspakt schon jetzt zeigen.

3. Erfolgsbedingungen

Stellt man die o.a. Pro- und Kontraargumente für die Währungsunion einander gegenüber, dann resultieren folgende „Erfolgsbedingungen“ einer positiven Performance des EURO aus den Pro-Argumenten:

- Der grenzüberschreitende Wettbewerb von Gütern und Faktoren muß zunehmen, damit die Senkung der Informations- und Transaktionskosten genutzt wird.
- Der Effizienzgewinn durch die Einheitswährung in den hochintegrierten Teilen Europas darf durch staatliche Marktregulierungen und/oder Abgrenzungen gegenüber Drittländern nicht wieder aufgezehrt werden.
- Der „Import“ einer effizienten wirtschaftspolitischen Institution, also der Europäischen Zentralbank, muß politisch und ökonomisch auch dort akzeptiert werden, wo bisher eine unterentwickelte Stabilitätskultur dominierte.

Aus den Kontraargumenten ist abzuleiten:

- Geldpolitische Entscheidungen des Rates der zukünftigen Europäischen Zentralbank sollten ohne Berücksichtigung spezieller Interessen einzelner Mitgliedstaaten getroffen werden. Hierzu sind eventuell zusätzliche Rahmenbedingungen bzw. Anreizstrukturen für die Notenbankgouverneure zu schaffen².

² Siehe *de Grauwe* 1997 (in diesem Heft).

- Eine Ergänzung des Vertrags von Maastricht im Sinne einer beschäftigungspolitischen Unterstützungsaufgabe der Geldpolitik darf nicht vorgenommen werden. Ebenso sollten Eingriffe der Wirtschaftspolitik zu währungspolitischen Zwecken, also der Steuerung des Wertes des EURO gegenüber Drittländern, unmöglich sein.
- Einkommensdifferenzierungen und Faktormobilität dürfen durch staatliche Regulierungen nicht eingeschränkt werden. Dies sollte auch nicht indirekt dadurch geschehen, daß Sozialtransfers und/oder Subventionen in unangemessener Form und Höhe gewährt werden.

Die Konzepte eines zukünftigen europäischen Finanzausgleichsystems und einer europäischen Sozialpolitik dürfen gegen diese Erfolgsbedingungen des EURO nicht verstoßen, bzw. ist die Eignung der diesbezüglichen Vorschläge an ihrer Kompatibilität mit diesen Bedingungen zu messen.

III. Zur Eignung alternativer Konzepte eines zukünftigen europäischen Finanzausgleichsystems

1. Finanz- und sozialpolitische Inhalte des Vertrags von Maastricht

Die im Vertrag enthaltenen expliziten Absichtserklärungen und Durchführungsbestimmungen für die Finanz- und Sozialpolitik³ verdeutlichen, daß der Vertrag von Maastricht sein Integrationsziel keineswegs auf die gemeinsame Währung und Zentralbank beschränkt, sondern daß es den Unterzeichnern darum ging, aus der ursprünglichen Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft einen suprastaatlichen Wirtschaftsraum zu machen, der in diesem Sinne wesentliche Merkmale eines eigenständigen Staates aufweist. Durch die Ausweitung der Aufgaben der europäischen Finanzpolitik, die Bildung neuer Gemeinschaftsinstitutionen (z. B. den Europäischen Rechnungshof) und zentralisiertere Entscheidungsmechanismen wurde eine neue staatliche Qualität erzeugt, die auch das bestehende Finanzausgleichssystem der Gemeinschaft erweitern wird.

Für den Beitritt zur Währungsunion schreibt der Vertrag von Maastricht vor, daß die im Rahmen der sogenannten Konvergenzkriterien formulierten Grenzen der öffentlichen Verschuldung von den einzelnen Staaten auch nach ihrer Aufnahme zu erfüllen sind. Da ein späterer Ausschluß aus der Währungsunion kaum möglich erscheint, sollen Mitgliedstaaten, welche die Verschuldungskriterien verfehlen, mit Sanktionen belegt werden, die im Vertrag bereits eine gewisse Konkretisierung erfahren haben. Weitergehende diesbezügliche Verhandlungen haben bereits stattge-

³ Vgl. EU-Vertrag, Titel I, Art. A. u. B. und Protokoll über die Sozialpolitik (im Anhang des Vertrages) sowie Sozialcharta von 1989.

funden, sind aber sicher noch nicht abgeschlossen. Auch wenn diese Grenzwerte für die öffentliche Verschuldung keine direkte Bedeutung für die Geldpolitik der zukünftigen Europäischen Zentralbank haben, so gilt doch umgekehrt, daß die Mitgliedschaft in der Währungsunion unmittelbar mit diesen Bindungen der Finanzpolitik verknüpft ist. Dadurch sind gleichzeitig Zwänge zu einer weitergehenden Abstimmung der Finanz- und Sozialpolitik der Mitgliedstaaten verbunden, die aus dem Wegfall von Wechselkursänderungen als Anpassungsinstrument resultieren. Denn die engen Verschuldungsgrenzen können die Stabilisierungspotentiale der Finanz- und Sozialpolitik einzelner Mitgliedstaaten so stark einschränken, daß die gemeinschaftliche Anstrengung aller Teilnehmer an der Währungsunion notwendig wird. Eine Erweiterung des bisherigen europäischen Finanzausgleichsystems und eine stärkere Harmonisierung der Sozialpolitik werden daher unabweisbar sein.

In diesem Sinne setzt der Vertrag von Maastricht das Ziel, nicht nur die Geld- und Währungspolitik in Europa zu vereinheitlichen, sondern zugleich ein erweitertes Finanzausgleichssystem und eine gemeinschaftlich abgestimmte Sozialpolitik zu konzipieren. Da die Geld- und Währungspolitik zunächst und vollständig integriert wird, könnte man die Harmonisierung der Finanz- und Sozialpolitik als abgeleitete weitergehende Ziele begreifen, d.h. die Geld- und Währungspolitik hätte für diese eine Instrumentalfunktion. Aber man kann die Zielhierarchie auch umgekehrt interpretieren: Die erfolgreiche Performance der Währungsunion setzt die Erweiterung des Finanzausgleichsystems und die stärkere Abstimmung der Sozialpolitik voraus.

2. *Alternative Konzepte*

Das gegenwärtig existierende Finanzierungssystem der EU weist bereits wesentliche Züge eines Finanzausgleichsystems in dem Sinne auf, daß es zu Umverteilungen von Finanzmitteln zwischen den Mitgliedstaaten führt. Ursache der Ungleichheit von Ein- und Auszahlungen für die Mitgliedstaaten sind vor allem die Ausgabepositionen des EU-Haushaltes, welche aufgrund ihrer differierenden länderspezifischen Relevanz zu unterschiedlichen Rückflüssen führen. So bestehen gegenwärtig noch immer ca. 50% der EU-Ausgaben aus Garantieleistungen für die Agrarpolitik, ca. 30% aus strukturalpolitischen Aufwendungen (einschl. Kohäsionsfonds) sowie Ausgaben für Forschung und Entwicklung (6%), Zusammenarbeit mit Drittländern (ca. 8%) und sowie Personal und Verwaltung (5%). Die dabei realisierten Nettozahler- bzw. Nettoempfängerpositionen verteilten sich 1995 nach Angaben des Europäischen Rechnungshofes wie folgt: (Tabelle 1 S. 198)

EU-Staat	An die EU abgeführte Eigenmittel in Mio. ECU	Rückflüsse von der EU (ohne Verwaltungs- ausgaben) (1) in Mio. ECU	Verwaltungsausgaben der EU (2)	Saldo aus den an die EU abgeführten Eigenmitteln und dem Gesamtbetrag der Rückflüsse in Mio. ECU
Belgien	2.680,1	2.368,9	592,9	-281,70
Dänemark	1.295,4	1.601,1	4,7	-310,40
Deutschland	21.324,1	7.893,1	22,5	13.408,50
Finnland	887,4	722,8	3,7	160,90
Frankreich	11.876,8	10.149,6	20,7	1.706,50
Griechenland	985,2	4.474,1	2,3	-3.491,20
Irland	664,8	2.551,7	2,5	-1.889,40
Italien	6.413,7	5.799,6	19,5	594,60
Luxemburg	167,6	161,6	325,0	-319,00
Niederlande	4.349,6	2.344,9	14,0	1.990,70
Österreich	1.762,9	857,8	2,6	902,50
Portugal	864,9	3.246,0	2,1	-2.383,20
Schweden	1.658,3	721,0	4,1	933,20
Spanien	3.645,2	10.863,3	5,0	-7.223,10
Verein. Königreich	9.251,6	4.531,4	35,9	4.684,30
EUR 15	67.827,6	58.286,9	1.057,5	8.483,20

Quelle: Kraff (1997), S. 330.

Insgesamt sind dabei die Rückflüsse um 8483,2 Mio ECU geringer als die Beiträge, weil sie durch Zahlungen an Drittstaaten, Verwaltungsausgaben und Budgetüberschüsse vermindert werden. Es zeigt sich, daß Deutschland der bei weitem größte Nettozahler ist, der mehr aufbringt als die übrigen Nettozahler zusammen.

Die Ungleichheit der aktuellen Belastungs- bzw. Empfängerpositionen steht jedoch nicht im Mittelpunkt der Kritik am EU-Finanzsystem, sondern dessen zukünftige Eignung für die stärker integrierte Wirtschafts- und Währungsunion (WWU). Damit haben sich schon seit längerem Reformvorschläge beschäftigt. Hervorzuheben sind dabei der Mac Dougall-Bericht⁴ (benannt nach dem Vorsitzenden der Gutachtergruppe) aus dem Jahre 1977 sowie der sogenannte WWU-Bericht⁵ einer Sachverständigengruppe zur Beurteilung der öffentlichen Finanzen der Gemeinschaft von 1993. Während der Mac Dougall-Bericht noch davon ausging, das Finanzausgleichssystem zu reformieren, ohne daß die Gemeinschaft über eine gemeinsame Währung verfügte, bemühte sich die WWU-Gruppe um einen Reformvorschlag, in dem das erwartete Szenario der Währungsunion die relevante Rahmenbedingung war. Beide Analysen kommen jedoch zu einem insofern konsistenten Ergebnis, als der Mac Dougall-Bericht konstatiert, daß die – gegenüber 1977 – weitergehende Integration der Gemeinschaft eines Finanzausgleichsystems bedürfe, welches Angleichungen der Produktivität und des Lebensstandards in den Mitgliedstaaten sicherstelle und für die Dämpfung von temporären Störungen („shocks“) Sorge trage. Dies wird von der WWU-Gruppe unterstrichen, allerdings unter expliziten Hinweisen darauf, daß dabei alloкатive Effizienz und Subsidiarität wichtige Leitbilder des zukünftigen Europäischen Finanzausgleichsystems sein sollten.

Vor diesem Hintergrund erscheint es wichtig, zunächst einige grundsätzliche Überlegungen zum Konzept eines geeigneten Finanzausgleichsystems anzustellen. Dabei ist zwischen drei prinzipiellen Entwürfen zu unterscheiden: einem *allokations-*, *distributions-* und *stabilisierungspolitischen* Konzept.

Ein *allokationspolitisch* orientiertes Konzept sollte die Aufgaben-/Ausgabenverteilung so vornehmen, daß dem Zentralhaushalt – hier also der EU – nur diejenigen zufallen, die entweder wegen ihrer „spill-overs“ und/oder ihrer „economies of scale“ Effizienzgewinne gegenüber dezentraler Durchführung haben. Dabei gilt es – durchaus im Sinne des WWU-Berichts –, das Subsidiaritätsprinzip durchzusetzen. Die Rückflüsse vom zentralen EU-Haushalt in die Mitgliedstaaten sollten dann im Prinzip deren Beitragsleistungen entsprechen, so daß hier Lastengerechtigkeit im Sinne von Lei-

⁴ Kommission (Hg.) 1977.

⁵ Kommission (Hg.) 1993.

stungsäquivalenz erzeugt wird. Die Beiträge sollten durch ein Eigenmittelsystem der EU erbracht werden, welches ebenfalls äquivalenztheoretisch zu konzipieren ist, also eher ein Mehrwertsteuersystem als ein BSP-System wäre⁶.

Ein *distributionspolitisch* orientiertes Konzept würde dagegen auf eine Angleichung der Lebensverhältnisse in den Mitgliedstaaten setzen, insbesondere in bezug auf die Versorgung mit öffentlichen Gütern. Das gegenwärtig praktizierte Konzept des EU-Haushaltes, vor allem aber das deutsche Finanzausgleichssystem weisen wesentliche Merkmale dieser Verteilungsorientierung auf. Danach würden nach Maßgabe der unterschiedlichen Steuerkraft der Mitgliedstaaten Ausgleichszahlungen geleistet, die von den finanzstärkeren an die -schwächeren fließen müßten. Finanziert würden die Beitragsleistungen aus einem leistungsfähigkeitsorientierten Steuersystem. Die gegenwärtig am BSP der Mitgliedstaaten ausgerichteten Eigenmittel der EU entsprechen prinzipiell einem derartigen System. Das ungleiche Belastungsergebnis, d. h. daß es Nettozahler und Nettoempfänger gibt, entspricht dem Konzept. Dabei kann die gegenwärtige Ausgabekategorie Agrarausgleichszahlungen als aktueller Einkommenstransfer begriffen werden, während Ausgaben für den Struktur- und Kohäsionsfonds eine zukünftige Einkommensangleichung der Einkommen in den Mitgliedstaaten zum Ziel haben.

Ein *stabilitätspolitisch* orientiertes Konzept⁷ wäre schließlich auf die Bekämpfung sogenannter „shocks“ gerichtet. Diese können symmetrisch, d. h. für alle Mitgliedstaaten gemeinsam, wirksam werden oder aber asymmetrisch auftreten, also nur einzelne Standorte oder Regionen treffen. Symmetrische Schocks können innergemeinschaftliche Einkommenstransfers erforderlich machen, weil die ökonomische Anpassungskraft und/oder politische Robustheit der Mitgliedstaaten differieren, so daß die diesbezüglich leistungsfähigeren zur Hilfe für die schwächeren gezwungen sind. Asymmetrische Schocks können Transferleistungen von außen erforderlich machen, weil die direkt betroffenen Standorte durch sie überfordert werden und/oder von ihnen spill-overs ausgehen, die, auch im Interesse der zunächst nicht geschädigten, durch gemeinsame Anstrengungen alimentiert werden sollten, um eine weitere Ausbreitung zu verhindern. Zur Finanzierung dieser gemeinsamen Stabilisierungsaufgabe könnten Fonds gebildet werden, die jeweils bestimmte Funktionen hätten, wie z. B. die aus einem asymmetrischen Schock resultierende Arbeitslosigkeit durch Transfers zu überbrücken. Die dafür notwendigen Finanzbeiträge müßten zunächst in allen Mitgliedstaaten erhoben und von der EU gesammelt werden, um dann bei Auf-

⁶ In einem BSP-Beitragssystem zahlen die „reicheren“ Mitglieder relativ mehr, während in einem Mehrwertsteuersystem die relativ mehr konsumierenden stärker belastet werden.

⁷ Francke 1996, von Hagen und Hammond 1997.

treten eines Schocks nach grundsätzlichen Regeln eingesetzt zu werden. Da hier sowohl äquivalenz- als auch leistungsfähigkeitsorientierte Rechtfertigungen der Finanzierung sinnvoll erscheinen, ist der Rückgriff auf bestimmte Besteuerungsgrundlagen nicht zwingend.

3. Eignung und Kostenschätzung

Welches dieser alternativen grundsätzlichen Konzepte eines Finanzausgleichsystems bzw. Mischungen derselben im Hinblick auf die kommende WWU entwickelt werden sollte, ist zum einen an den o. a. Erfolgsbedingungen der Währungsunion zu messen. Diese können als Effizienzkriterium interpretiert werden. Zum anderen spielen selbstverständlich die wahrscheinlichen unterschiedlichen Kosten eine wichtige Rolle bei der Eignungsbeurteilung; denn davon hängt die politische Akzeptanz in den Mitgliedstaaten ab.

Das bisherige noch geltende System genügt keinem der o. a. Kriterien, weil es im wesentlichen zielungenaue distributionspolitische Merkmale aufweist. Es wirkt schon heute allokativ verzerrend – vor allem auf den Agrarmärkten – und zugleich, wegen der unterschiedlichen Netto-Belastungen der Mitgliedstaaten, einkommensnivellierend. Sicherlich ist gegenwärtig eine Abschaffung dieses Systems politisch nicht durchsetzbar. Wichtig ist jedoch, daß es nicht fortgeschrieben wird, z. B. durch die Einrichtung von Beschäftigungsfonds, welche ohne die Diagnose neuer Schocks Auszahlungen zur Finanzierung des status quo bereitstellen und auf herkömmliche Weise die laufenden Lasten auf die Mitgliedstaaten verteilen, indem deren Beiträge einfach erhöht werden.

Sinnvoll erscheinen nur alloktations- und stabilitätspolitische Orientierungen des zukünftigen Finanzausgleichsystems. Die allokativen Aufgaben-/Ausgabenzuweisungen sollten auf gemeinsame europäische Infrastrukturprojekte mit hohen spill-overs gerichtet sein, wie z. B. im Verkehrs- und Kommunikationsbereich, damit die durch die Währungsunion ausgelösten Wettbewerbsimpulse genutzt werden können. Dabei sollte tendenziell äquivalenzmäßig finanziert werden, also durch Nutzungsentgelte oder aber Steuern, die das Äquivalenzprinzip tendenziell besser erfüllen. Die Mehrwertsteuer-Eigenmittel sind den BSP-Beiträgen in diesem Sinne überlegen. Ähnliches gilt für den stabilitätspolitischen Teil des Finanzausgleichsystems. Er sollte strikt auf Transfer beschränkt bleiben, die für die zeitlich begrenzte Akkommodation von Schockwirkungen gewährt werden. Die dabei auftretenden schwierigen Diagnose- und Zuteilungsprobleme sind prinzipiell lösbar⁸. Die damit einhergehenden Belastungen sollten in doppelter Hinsicht neutral sein: Zum einen

⁸ von Hagen und Hammond 1997.

sollten sie mittelfristig nicht zu länderspezifischen Nettozahlerpositionen führen; zum anderen sollten sie auch im Zeitablauf keine insgesamt steigenden Beitragslasten zur Folge haben. Vorgeschlagen wird also ein konzeptionell gemischtes Finanzausgleichssystem, welches allokativen mit stabilisierenden Zielen vereint und äquivalenzmäßig finanziert wird.

Zu diesem Ergebnis führen auch Kostenüberlegungen. Sie zeigen, daß ein umfassender distributionspolitisch konzipierter Finanzausgleich, der auf Angleichung der Einnahmekraft der Mitgliedstaaten zielt, Finanzvolumina erforderlich machen würde, die politisch nicht durchsetzbar erscheinen. Diesbezügliche Schätzungen in neueren Arbeiten⁹ belegen dies. So kommt *Kraff* in einer Modellrechnung auf ein Finanzvolumen von ca. 355 Mrd. ECU, was gegenwärtig etwa 5,5 % des BSP der Union entspricht, wenn ein maximaler Ausgleichsgrad von 50 % festgelegt würde. Für die derzeitigen 15 Mitgliedstaaten würden sich folgende Belastungen bzw. Zuweisungen ergeben:

**Finanzausgleichsbelastungen bzw. -zuweisungen
bei 50 % – Ausgleich der Finanzkraft**

EU-Staat	Belastung Mrd. ECU	Zuweisung Mrd. ECU	Belastungsrang pro Einwohner
Belgien	-13,255		6
Dänemark	-18,227		2
Deutschland	-198,175		3
Finnland	-0,001		9
Frankreich	-82,868		5
Griechenland		47,330	14
Irland		10,172	12
Italien		62,814	11
Luxemburg	-3,565		1
Niederlande	-12,165		8
Österreich	-17,955		4
Portugal		46,672	15
Schweden	-8,954		7
Spanien		129,790	13
Ver. Königreich		58,387	10
EUR 15	-355,165	355,165	

Quelle: *Kraff* (1997), S. 449.

⁹ *Kraff* 1997, *Walthes* 1996.

Die Modellrechnung zeigt, daß das gegenwärtige EU-Budget auf etwa das 4,5-fache erhöht werden müßte. Deutschland würde mit ca. 200 Mrd. ECU weit über die Hälfte der Lasten tragen und fast 14 % seines derzeitigen verfügbaren Finanzvolumens verlieren. Bemerkenswert ist aber auch, daß dieses Modell gegenüber der jetzigen Rangfolge die relativen Belastungspositionen deutlich verändern würde. So mutieren z. B. das Vereinigte Königreich und Italien von Netto-Zahlern zu Netto-Empfängern.

Gegenüber diesem kostenaufwendigen allokativ ineffizienten Umverteilungskonzept erscheint ein stabilitätspolitisch orientierter Finanzausgleich, also ein „funktionales“ System zur Arbeitslosenunterstützung, kostenmäßig wesentlich tragbarer:

**Finanzausgleichszahlungen bei EU-Finanzierung
der Arbeitslosenunterstützung
(Basisdaten von 1992)**

EU-Staat	Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung	Belastung bzw. Entlastung bei Finanzierung der Ausgaben für die Arbeitslosenunterstützung durch die Europäische Union	Belastung bzw. Entlastung bei Finanzierung der Ausgaben für die Arbeitslosenunterstützung durch die Europäische Union
	in % des BIP	in % des BSP	in Mrd. ECU
Belgien	2,62	1,126	1,922
Dänemark	3,69	2,196	2,407
Deutschland (1)	1,06	-0,434	-6,607
Frankreich	1,75	0,256	2,616
Griechenland	0,96	-0,534	-0,394
Irland	2,56	1,066	0,420
Italien	0,41	-1,084	-10,218
Luxemburg	0,23	-1,264	-0,120
Niederlande	2,65	1,156	2,877
Portugal	0,55	-0,944	-0,671
Spanien	3,71	2,216	9,879
Ver. Königreich	1,23	-0,264	-2,138
EUR 12	1,494		

(1) Daten für das Jahr 1992
Quelle: Kraff (1997), S. 477.

Auch wenn diese Ausgleichsvolumina nicht unmittelbar mit denen des o.a. verteilungspolitischen Systems vergleichbar sind, weil (wegen der Basisdaten von 1992) nur 12 Mitgliedstaaten in die Berechnung eingehen, ist der Gesamtfinanzierungsbetrag von 81,627 Mrd. ECU relativ gering, weil er nur etwa 1,5 % des Gesamt-BSP der Union entspricht. Auch hier würden sich – gemessen an den aktuellen Netto-Zahlerpositionen – interessante Veränderungen der Rangfolge ergeben. So würden die sechs EU-Staaten entlastet werden, die über der durchschnittlichen EU-Quote liegende Anteile ihres BSP für die Finanzierung der Kosten der Arbeitslosenunterstützung verwenden, während Netto-Belastungen auch für vergleichsweise „arme“ Staaten wie Portugal und Griechenland auftreten.

Diese Modellrechnung bezieht sich auf einen funktionalen Finanzausgleich, der die insgesamt vorhandene Arbeitslosigkeit finanziert. Wird dagegen nur diejenige Arbeitslosigkeit Gegenstand des Finanzausgleichs, die vorübergehend zusätzlich, also als Schock, auftritt, dann sind die Beträge wesentlich geringer und können mittelfristig, d.h. über die Schockzyklen hinweg, tendenziell neutral im Sinne der Nettolastenposition der Mitgliedstaaten gestaltet werden¹⁰.

Schließlich ergeben sich wesentliche Veränderungen der Beitragslasten, wenn diese in Kaufkraftstandards bemessen werden, weil dann nominal „reichere“ Staaten entlastet würden und „ärmere“ Staaten höhere Beiträge zahlen müßten. Die Ursache hierfür sind die relativ unterschiedlichen Preise der international nicht gehandelten Güter und Faktoren, die in reicheren Staaten relativ höher liegen und vice versa.

IV. Europäische Währungsunion mit europäischer Sozialunion?

1. Politischer Widerstand und ökonomische Irrtümer

Nicht nur im Zusammenhang mit dem politischen Machtwechsel nach den Neuwahlen in Frankreich 1997, sondern auch in zahlreichen Veröffentlichungen und Aufrufen von politischen Parteien, Gewerkschaften und Kirchen in verschiedenen Mitgliedstaaten der Gemeinschaft wird gefordert, die Währungsunion um eine europäische Sozialunion zu ergänzen¹¹. Die Währungsunion sei nur ein Element der weiteren europäischen Integration, die gerade wegen ihrer zu erwartenden Wettbewerbsintensivierung gemeinschaftlicher sozialer Rahmenbedingungen bedürfe. Häufig wird dabei zusätzlicher Bezug auf die sich in den meisten Staaten Kontinentaleuropas

¹⁰ von Hagen und Hammond 1997.

¹¹ Vgl. z.B. den von den „Grünen“ im Europaparlament herausgegebenen Sammelband „Maastricht II am Scheideweg“, *Telkämper* 1997.

verschärfenden Arbeitsmarktprobleme genommen, die vermeintlich nur durch staatliche Beschäftigungsprogramme und gemeinschaftliche soziale Absicherung gelöst werden könnten. So sind in Frankreich z. B. die Mindestlöhne erhöht und das Renteneintrittsalter für bestimmte Berufsgruppen herabgesetzt worden. Auf der Konferenz von Amsterdam (1997) wurden Ergänzungen des Vertrags von Maastricht vorgenommen („Maastricht II“), die – wenn auch mit recht unklarer Konkretisierung – eine gemeinschaftliche beschäftigungs- und sozialpolitische Aufgabenstellung fixieren. Damit wird sich explizit gegen das dem ursprünglichen Vertrag angefügte Protokoll über Sozialpolitik und dem diesbezüglichen „opting-out“-Recht Großbritanniens gewendet, das es einzelnen Mitgliedstaaten gestatten sollte, sozialpolitische Entscheidungen nach nationalen Präferenzen zu entscheiden und aus der „europäischen Konstruktion auszuklammern“.

Vergleicht man die unterschiedlichen Forderungen und Absichtserklärungen miteinander, dann werden zwei gemeinsame Ziele für eine europäische Sozialunion deutlich:

- Erstens soll eine gemeinschaftliche Arbeitsmarkt- und Beschäftigungspolitik etabliert werden, die tarifgesicherte und sozialversicherte Mindestlohnstandards setzt.
- Zweitens sollen einheitliche Grundsicherungen in den Sozialversicherungssystemen durchgesetzt werden, um einen Verbund der Sozialversicherungssysteme der Mitgliedstaaten zu schaffen, welcher ein „Sozialdumping“ ausschließt.

So verständlich diese Forderungen klingen mögen, ihre Verwirklichung würde den Erfolg der zukünftigen Währungsunion erheblich gefährden. Denn durch eine derartige Sozialunion würden die o. a. Effizienzbedingungen für eine positive Performance der Währungsunion mit hoher Wahrscheinlichkeit verletzt. Die Ursache hierfür ist vor allem darin begründet, daß die Arbeitsmärkte und Sozialversicherungssysteme der meisten Mitgliedstaaten der EU – auch wenn sie teilweise erhebliche Unterschiede aufweisen – vor ähnlichen ungelösten Problemen stehen. Solange diese nicht durch umfassende Reformen beseitigt werden, ist auch die Einführung europäischer Sozialstandards nicht sinnvoll. Der politische Widerstand gegen die Vernachlässigung sozialpolitischer Integration beruht in diesem Sinne auf ökonomischen Irrtümern, auf die hier abschließend eingegangen werden soll.

2. Reformprobleme europäischer Sozialversicherungssysteme

Die gegenwärtig in den europäischen Staaten existierenden Sozialversicherungssysteme bestehen in der Regel aus zwei unterschiedlichen Aufga-

benkomponenten, einer Versicherungs- und einer Umverteilungskomponente¹². Diese Mischung ist teilweise das Resultat politischer Zielstellung, teilweise historisch gewachsen, ohne daß dabei ökonomische Rationalität die Gestaltung bestimmte. Die Versicherungskomponente umfaßt zum größten Teil Staatsleistungen, die prinzipiell auch durch private Marktaktivitäten erbracht werden könnten; denn bis auf die Versicherung gegen Arbeitslosigkeit erfüllen die anderen Sozialversicherungen, die Renten-, Kranken- und Pflegeversicherung durchaus die Bedingungen, welche die private Versicherungsmöglichkeit definieren. Die Umverteilungskomponente bezieht sich dagegen auf Staatsleistungen, welche mit moralisch-ethischen Motiven begründet werden, die aber prinzipiell keinen Versicherungscharakter haben und deshalb mit den Staatsausgaben zu bestreiten sind, die aus dem allgemeinen Steueraufkommen finanziert werden sollten.

Die gegenwärtigen Reformprobleme der europäischen Sozialversicherungssysteme resultieren zum einen daraus, daß die der Versicherungskomponente zuzuordnenden Sozialleistungen mit solchen überfrachtet sind, die zur Umverteilungskomponente gehören. Zum anderen haben sich die zu versichernden Risiken bezüglich ihrer Ausprägungsmerkmale erheblich verändert, so daß sie nicht mehr kollektiven Mustern genügen, bzw. umgekehrt formuliert, nur noch durch individuelle Versicherungsverträge angemessen abgesichert werden können. Die Überfrachtung der an sich auch marktwirtschaftlich zu erbringenden Versicherungsleistungen mit Umverteilungsansprüchen betrifft alle Teilversicherungen und ist tendenziell in den meisten europäischen Mitgliedstaaten zu beobachten. In Deutschland sind diese Probleme besonders ausgeprägt, d.h. sowohl die Renten-, als auch die Kranken- und Arbeitslosenversicherungen finanzieren in erheblichem Umfang sogenannte versicherungsfremde Leistungen. Die Veränderung der Ausprägungsmerkmale der zu versichernden Risiken ist vor allem auf demographische Entwicklungen, technischen Fortschritt und ökonomischen Strukturwandel zurückzuführen. So folgt aus der steigenden Lebenserwartung, daß die Rentenversicherung durch längere Beitragszeiten reformiert werden muß. Die Fortschritte der Medizin implizieren steigende Kosten der Krankenversicherungssysteme. Der ökonomische Strukturwandel übersteigt oft die Anpassungsfähigkeit des Beschäftigungssystems und überfordert dann die Arbeitslosenversicherung.

Lösungsmöglichkeiten für diese Probleme sind nur zu finden, wenn erstens die Versicherung derjenigen Risiken, die marktmäßig – also ohne staatliche Regulierung – abgesichert werden können, individualisiert, d.h. aus dem Sozialversicherungssystem herausgelöst wird. Zweitens sind die Umverteilungskomponenten des Sozialversicherungssystems den öffentli-

¹² Börsch-Supan 1997.

chen Haushalten zu übertragen, indem die versicherungsfremden Leistungen den Sozialversicherungen abgenommen werden. Diese Reformen sollten jedoch zunächst von den einzelnen Mitgliedstaaten durchgeführt werden, weil die institutionellen und organisatorischen Unterschiede der Sozialversicherungssysteme erheblich sind. Der umgekehrte Weg, zunächst EU-Standards zu setzen, erscheint aus mehreren Gründen schwerer begehbar. Zum einen widerspricht er grundsätzlich dem Subsidiaritätsprinzip. Zum anderen werden die Konsensschwierigkeiten zu groß sein. Schließlich drängen die Finanzprobleme der Versicherungssysteme auf schnelle Lösungen.

3. Sozialversicherungssysteme und Erfolgsbedingungen der Währungsunion

Vor diesem Hintergrund erscheint die Forderung, die Einführung der Währungsunion mit einer europäischen Sozialunion zu verbinden, als unangemessen oder gar gefährlich. Die Erfolgsbedingungen der Währungsunion bestehen in Wettbewerbsintensivierungen, der Akzeptanz von Einkommensdifferenzierungen und Faktorwanderungsbewegungen sowie der Begrenzung von Einkommenstransfers zwischen den Mitgliedstaaten. Beide gegenwärtig vorgetragenen Zielstellungen der Protagonisten einer europäischen Sozialunion, die Setzung von Mindeststandards der Beschäftigungs- und Arbeitsmarktpolitik sowie die einheitliche Grundsicherung durch den Verband der bestehenden Sozialversicherungssysteme erscheinen einer positiven Performance der Währungsunion abträglich.

Der Wettbewerb von Gütern und Faktorleistungen wird in der Währungsunion nur umfassend zunehmen, wenn auch diejenigen daran teilnehmen können, die aufgrund schlechterer Standortbedingungen nur niedrigere Mindestlöhne und Sozialstandards gewähren können, als diejenigen Wirtschaftsakteure, die von wettbewerbsstärkeren Standorten aus tätig sind. Faktorwanderungen sollten nicht deshalb erfolgen, weil die Umverteilungsleistungen fremder Sozialversicherungssysteme in Anspruch genommen werden möchten, sondern weil Primäreinkommensvorteile genutzt werden sollen. Die Umverteilungslasten sollten bestehende Standortvorteile nicht abbauen. Vor diesem Hintergrund sollte eine weitgehende Individualisierung der bisherigen Sozialversicherungen erfolgen. Damit würde zugleich der Gefahr des Sozialdumpings begegnet. Die Währungsunion kann die gegenwärtigen Probleme der europäischen Sozialversicherungssysteme nicht lösen, aber umgekehrt würde der Erfolg der Währungsunion durch eine europäische Sozialunion gefährdet.

Literatur

Börsch-Supan, A. (1996): Sozialpolitik. In: v. Hagen, J./Welfens, P. J. J./Börsch-Supan, A. (Hrsg.), *Springers Handbuch der Volkswirtschaftslehre*, Berlin 1997. – *Francke, H.-H.* (1996): The European Currency Area and the European Financial Equalization System, in: Matsugi, T./Oberhauser, A./Schober, F. (Hrsg.), *Integration and Adjustment of Global Economics*, Berlin, S. 97 ff. – *de Grauwe, P.* (1997): The Design of the European Central Bank, in diesem Heft. – *von Hagen, J. und Hammond, G. W.* (1997): Insurance against asymmetric shocks in a European Monetary Union, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Bonn. – *Kommission* (Hrsg.) (1977): Bericht der Sachverständigengruppe zur Untersuchung der Rolle der öffentlichen Finanzen bei der Europäischen Integration, Bd. I u. II, Brüssel. – *Kommission* (Hrsg.) (1992): Vertrag über die Europäische Union (EU), in: Presse- und Informationsamt der Bundesregierung, Europäische Union/Europäische Gemeinschaft, 6. Aufl., Bonn 1997. – *Kommission* (Hrsg.) (1993): Stabiles Geld- und Solide Finanzen – Die öffentlichen Finanzen der Gemeinschaft im Hinblick auf die WWU, Luxemburg. – *Kraff, M.* (1997): Der Finanzausgleich in der Europäischen Union – Theorie, Praxis, Perspektiven, Dissertation, Freiburg. – *Telkämper, W.* (1997): Maastricht II am Scheideweg, Göttingen. – *Walther, F.* (1996): Europäischer Finanzausgleich. Berlin.

Zusammenfassung

Ausgehend von einer Analyse der Erfolgsbedingungen und Risiken der geplanten Europäischen Währungsunion wird untersucht, welche Weiterentwicklungen eines europäischen Finanzausgleichsystems sinnvoll erscheinen und ob eine Europäische Sozialunion gebildet werden sollte. Dazu werden grundsätzliche Konzepte für Finanzausgleichssysteme systematisiert, wobei zwischen einer allokatons-, distributions- und stabilitätspolitischen Orientierung derselben unterschieden wird. Optiert wird für eine Mischung aus allokatons- und stabilitätspolitischer Konzeption; distributionspolitische Konzepte werden verworfen, weil sie die Erfolgsbedingungen der Währungsunion verletzen. Zu diesem Ergebnis tragen auch Kostenschätzungen für alternative Systeme insgesamt bei, welche für die Mitgliedstaaten unterschiedliche Nettozahler- und -empfängerpositionen offenbaren. Bezüglich der oft geforderten Europäischen Sozialunion wird für eine Individualisierung und umfassende Reform der unterschiedlichen europäischen Sozialversicherungssysteme plädiert.

II. Technisch-organisatorische Aufgaben vor dem Start der Europäischen Währungsunion

Von der Wechselkursfixierung zum Euro als gesetzlichem Zahlungsmittel

Von Hanspeter K. Scheller¹, Frankfurt/M.

I. Einleitung

Die im Europäischen Rat versammelten Staats- und Regierungschefs haben zuletzt im Dezember 1996 noch einmal bekräftigt, daß die dritte – und letzte – Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) am 1. Januar 1999 beginnen soll. Ab diesem Zeitpunkt gelten zwischen dem Euro und den Währungen der an der Währungsunion teilnehmenden EU-Staaten unwiderruflich festgelegte Umrechnungskurse (Artikel 109 I (4), 1. Satz EGV). Mit diesem Schritt wird die Währungsunion vollendet sein. Die betreffenden Währungen werden zu nationalen Ausformungen des Euro, und ihr Innen- und Außenwert wird von einer einheitlichen Geldpolitik bestimmt.

Der Vertrag sieht indessen auch die Einführung einer einheitlichen Währung vor. Dieses Ziel ist erst dann erreicht, wenn die nationalen Währungen als Recheneinheit und Zahlungsmittel in wirtschaftlicher und rechtlicher Hinsicht außer Kraft getreten sein werden. Gemäß Artikel 109 I (4), 2. Satz EGV ergreift der Rat (der Minister) auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung der EZB alle Maßnahmen, die für die rasche Einführung der ECU (bzw. des Euro)² als einheitlicher Währung dieser Mitgliedsstaaten erforderlich sind.

Die Einführung der einheitlichen Währung in einem Verbund von industrialisierten Ländern mit hochentwickelten Finanzsystemen wirft vielfältige rechtliche und logistische Probleme auf. Beim Übergang zum Euro handelt es sich nicht um eine *Währungsreform*, sondern um eine *Währungsumstellung*. Wirtschaftlich gesehen besteht der Übergang in der Verschmelzung einer Gruppe von Währungen, die ihre äußere und innere Stabilität an Hand von eindeutig festgelegten Konvergenzkriterien bewiesen haben. Die neue Währung wird von einem Zentralbanksystem emittiert, das frei von Wei-

¹ Generalsekretär des Europäischen Währungsinstituts, Frankfurt. Der Autor dankt Francesco Mazzaferro und Roman Schremser für wertvolle Hinweise und Unterstützung. Der Beitrag wurde im Frühjahr 1997 eingereicht. Neuere Entwicklungen im Herbst 1997 konnten nicht berücksichtigt werden.

² Zum Namen der einheitlichen Währung, siehe folgender Abschnitt.

sungen dritter Stellen eine Geldpolitik führen wird, die allein dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet sein wird. Entsprechend bedeutet die Umstellung auf den Euro auch keine Beeinträchtigung der realen Kaufkraft des Geldes. Vielmehr ist dieser Schritt mit dem Übergang zu einem anderen Maßstab zu vergleichen.³ Deshalb sind auch alle Erfahrungen, die mit Währungsreformen gesammelt worden sind, nicht von Nutzen. Allerdings sind auch die Erfahrungen, die Ende der Sechziger und Anfang der Siebziger Jahre mit der Dezimalisierung in Australien, Neuseeland, Südafrika, Irland und Großbritannien⁴, und mit den monetären Einigungen im 19. Jahrhundert (z.B. in Deutschland, Italien und der Schweiz) gemacht worden sind von begrenztem Nutzen. Im ersteren Fall bezog sich die Umstellung nur auf einen Teilaspekt des monetären Systems, während im letzteren Falle die Einführung einer neuen Währung im Rahmen der staatlichen Einigung in durchweg noch gering entwickelten Finanzsystemen vollzogen wurde.

II. Die Arbeiten am Übergangsszenarium

Obwohl der sog. Maastricht-Vertrag bereits im Februar 1992 unterzeichnet wurde und mit Wirkung vom 1. November 1993 in Kraft trat, kamen die Arbeiten am Übergangsszenarium erst zögernd in Gang. Im Sommer 1994 errichtete die Europäische Kommission eine spezielle Expertengruppe, die von Cees Maas, dem früheren Generaldirektor des niederländischen Finanzministeriums, geleitet wurde und in den folgenden Monaten eine Reihe von Hearings durchführte. Im Januar 1995 kündigte der neue Präsident der Kommission, Jacques Santer, an, daß die Kommission ein Grünbuch über die praktischen Vorkehrungen für den Übergang zur einheitlichen Währung vorlegen wolle. Dieses Grünbuch wurde im Mai 1995 veröffentlicht. Es basierte auf dem sog. „critical mass“ Ansatz und stieß auf nicht ungeteilte Zustimmung.

Die Bestrebungen der Kommission führten auch zu einer Intensivierung der Arbeiten im Europäischen Währungsinstitut (EWI). Im Mai 1995 führte das EWI mit Hilfe der Mitgliederzentralbanken eine großangelegte Befragung der Banken in der Europäischen Gemeinschaft durch. Insgesamt wurden ungefähr 400 Banken unterschiedlicher Größe befragt. Im Juni 1995 setzte der Währungsausschuß in Brüssel zwei Expertengruppen ein: Eine Gruppe sollte die Rechtsprobleme im Zusammenhang mit der Einfüh-

³ Vgl. M. Luukko, Der Euro – das metrische Finanzsystem, in: *Unitas*, Jg. 68, H. 4, (Okt./Dez.) 1996, S. 22 - 25.

⁴ Großbritannien gab als letztes Land das im Jahre 793 von den Karolingern eingeführte Rechengeldsystem von 1 Pfund = 20 Schillinge = 240 Pfennige zu Gunsten des dezimalen Systems auf. Vgl. *Michael North*, Das Geld und seine Geschichte, München 1994, S. 10.

rung der einheitlichen Währung klären, während die andere Gruppe sich mit den Umstellungsproblemen der üblichen Hand beschäftigte.

Neben den Aktivitäten der Gemeinschaftsbehörden stand das Übergangsszenarium aber auch im Brennpunkt der Überlegungen und Studien der Bankenverbände. Anfänglich konzentrierten sich die Überlegungen auf die Kosten des Übergangs zur einheitlichen Währung. So legte der Europäische Bankenverband im November 1995 eine Studie über die Einführung der Europäischen Währung vor.⁵ Zunehmend wurde jedoch der Übergang zur einheitlichen Währung als ein Aspekt des Wettbewerbs zwischen einzelnen Banken und Bankengruppen begriffen. Dieser Wandel in den Anschauungen hatte durchaus Rückwirkung auf die Arbeiten der Gemeinschaftsbehörden und erlaubte es, trotz anfänglich divergierender Meinungen zu einem Konsens zu gelangen.

Im November 1995 legte das EWI seinen mit Spannung erwarteten Bericht über den Übergang zur einheitlichen Währung vor.⁶ Dieser Bericht wurde zur Grundlage des Übergangsszenariums, das vom Europäischen Rat im Dezember 1995 verabschiedet wurde⁷. Daruber hinaus entschied der Europäische Rat auch über den Namen der einheitlichen Währung. Anstatt des im Vertrag verwendeten generischen Begriffs ECU wurde der Name Euro gewählt. Ein wesentlicher Bestandteil des Übergangsszenariums, der Rechtsrahmen für die Einführung der einheitlichen Währung, blieb indessen noch offen und wurde erst im Laufe des Jahres 1996 erarbeitet. Federführend war wiederum das EWI, das im Juni 1996 der Europäischen Kommission Vorschläge machte⁸, die weitgehend Eingang in die Kommissionsentwurfe von zwei Rechtsverordnungen⁹ fanden. Auf dem Gipfel von Dublin wurde am 13. Dezember 1996 Einvernehmen über zwei Rechtsverordnungen erzielt.¹⁰ Eine Verordnung ist gestützt auf Artikel 235 EGV und regelt im Vorgriff auf die Wahrungunion den Namen der einheitlichen Währung,

⁵ Federation Bancaire de l'Union Europeennne, Introduction of the Single Currency: The Views of the Banking Federation of the European Union, Brussels, November 1995.

⁶ EWI, Der Übergang zur einheitlichen Währung, Frankfurt, November 1995.

⁷ Europäischer Rat, Szenario für die Einführung der einheitlichen Währung, Abl. Nr. C 22/2 v. 26. 1. 1996.

⁸ EWI, Legislative action for the introduction of the Euro, Frankfurt, Juni 1996.

⁹ Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Kom (96) 499 endg., Dokumente 96/0249 (CNS) und 96/0250 (CNS), Sekundarrechtliche Vorschriften über die Einführung des Euro und einige Bestimmungen der Einführung des Euro, Vorschlag für eine Verordnung (EG) des Rates über einige Bestimmungen der Einführung des Euro und Vorschlag für eine Verordnung (EG) des Rates über die Einführung des Euro, Brüssel, Oktober 1996.

¹⁰ Europäischer Rat (Vorsitz), The legal framework for the use of the euro, Brüssel, 14. Dezember 1996.

die Kontinuität der Verträge und die Methode für die Umrechnung und Rundung der Währungsbeträge. Sie soll sobald wie möglich in Kraft treten. Die zweite Rechtsverordnung beschäftigt sich mit allen übrigen Rechtsfragen im Zusammenhang mit der Einführung des Euro. Gestützt auf Artikel 109 I (4) EGV wird sie erst nach Auswahl der teilnehmenden Länder vom Rat verabschiedet werden und mit Wirkung vom 1. Januar 1999 in Kraft treten.

III. Grundsätzliche Überlegungen zum Übergangsszenarium

Schon im frühen Stadium der Überlegungen in den Gemeinschaftsgremien war klar, daß die Vorbereitung des Umstellungsprozesses erhebliche Zeit beanspruchen würde. Der Übergang zum Euro bedeutet nicht nur eine *Änderung der Währungsbezeichnung*, sondern auch eine *Umrechnung* in die neue Währungseinheit. Dies ist nicht nur ein technischer Prozeß, der sich im wesentlichen auf die Anpassung der Informationssysteme beschränken würde. Vielmehr setzt der Übergang auch eine weitgehende Information aller Wirtschaftssubjekte voraus, und er erfordert zusätzlich gesetzgeberische Maßnahmen. Außerdem war davon auszugehen, daß sich die verschiedenen Wirtschaftssubjekte mit unterschiedlicher Geschwindigkeit anpassen würden. Gerade dort wo beim Übergang auf den Euro auch Wettbewerbsaspekte im Spiel sein werden, war damit zu rechnen, daß sich die Beteiligten sehr schnell anpassen würden, während in anderen Sektoren mit längeren Zeiträumen zu rechnen war.

Andererseits werden die Länder, die im ersten Zuge an der Währungsunion teilnehmen, erst einige Monate vor Beginn der dritten Stufe feststehen. Auch wenn man richtigerweise berücksichtigte, daß die Vorbereitungsarbeiten in einer Reihe von Bereichen unmittelbar nach der Festlegung des Referenzszenariums beginnen könnten, so verblieb doch die Schwierigkeit, daß alle Vorbereitungen bis zur Entscheidung über die Teilnahme an der Währungsunion unter einem Vorbehalt stehen würden.

Die Länge der erforderlichen Vorlaufzeiten und die Kürze der zu verbleibenden Zeit zwischen der Auswahl der Länder und dem Beginn der dritten Stufe der WWU schlossen einen umfassenden Übergang zur einheitlichen Währung am 1.1.1999 (sog. *super big bang*) als realistische Möglichkeit aus. Die unterschiedliche Anpassungsgeschwindigkeit der einzelnen Wirtschaftssektoren sprachen aber auch gegen einen umfassenden Übergang in nahezu einem Zug zu einem späteren Zeitpunkt (sog. *delayed big bang*). Darauf zu warten, daß alle Wirtschaftsgruppen ihre Vorbereitungsarbeiten abgeschlossen hätten, hätte dazu geführt, daß jene Bereiche, in denen ein rascherer Übergang möglich gewesen wäre, nur mit Verzögerung in den

Genuß der Vorteile gekommen wären, die sich aus der Verwendung der einheitlichen Währung ergeben würden. Insbesondere war fraglich, inwieweit die Finanzmärkte die Verwendung des Euro so lange zurückgestellt hätten, bis alle Wirtschaftssubjekte bereit waren, diesen zu nutzen. Darüber hinaus bestand die Sorge, daß ein umfassender Übergang innerhalb kürzester Zeit in letzter Minute zu Engpässen führen könnte, die den gesamten Prozeß hätten in Unordnung geraten lassen.

Diese Überlegungen führten dazu, eine gewisse zeitliche Staffelung des Übergangs vorzusehen. Den Marktteilnehmern sollte die Möglichkeit eingeräumt werden, sofort zur Verwendung des Euro überzugehen, während den anderen Wirtschaftssektoren einschließlich des öffentlichen Sektors eine längere Anpassungszeit eingeräumt werden sollte. Die Staffelung des Übergangs sollte aber nicht in dem Sinne „reguliert“ werden, daß für verschiedene Wirtschaftsgruppen oder Arten von Transaktionen unterschiedliche Übergangsstadien festgelegt worden wären. Ein solches Vorgehen wurde als nicht realisierbar und mit den Grundzügen einer freien Marktwirtschaft vereinbar erachtet. Vielmehr wurde beschlossen, eine Reihe von Schlüsselterminen für behördliche Maßnahmen festzusetzen. Innerhalb dieser Schlüsseltermine sind die Wirtschaftssubjekte frei, den Übergang nach ihrem, ihren spezifischen Umständen entsprechenden Rhythmus zu vollziehen. Das Übergangsszenarium kombiniert somit Elemente der behördlichen Regulierung mit marktwirtschaftlichen Elementen.

Die zeitliche Staffelung des Übergangs zur einheitlichen Währung impliziert aber auch ein vorübergehendes Nebeneinander von europäischen und nationalen Währungseinheiten. Ein solches Nebeneinander in Form eines doppelten Währungsstandards zu organisieren hätte beträchtliche Mehrkosten verursacht und wäre der Akzeptanz der neuen Währung nicht förderlich gewesen. Die Lösung des Problems besteht in der Realisierung des Prinzips, wonach es der Privatwirtschaft möglich sein sollte, vom Beginn der dritten Stufe an den Euro in Vertragsverhältnissen zu verwenden. Andererseits sollte sie hierzu nicht vor Ende der Übergangsfrist verpflichtet werden und die nationalen Währungseinheiten weiterhin verwenden können (*principle of no compulsion – no prohibition*). Es wurde jedoch davon ausgegangen, daß insbesondere die Banken ein eindeutiges Interesse daran hätten, ein Umfeld zu schaffen, das eine fortwährende und einfache Verknüpfung der beiden Währungseinheiten ermöglichen würde.

IV. Schlüsseltermine für den Übergang zum Euro

Drei Schlüsseltermine führen von der unwiderruflichen Festlegung der Umrechnungskurse zum Euro als alleiniger Währung.

Zu Beginn der dritten Stufe der WWU werden die Umrechnungskurse für die Währungen der teilnehmenden Länder gegenüber dem Euro unwiderruflich fixiert. Damit werden die nationalen Währungen zu nationalen Ausprägungen des Euro. Dies gilt auch in rechtlicher Hinsicht. Gemäß Artikel 3 der Ratsverordnung (EG) über die Einführung des Euro tritt der Euro mit Wirkung von diesem Tage an die Stelle der Währungen der teilnehmenden Länder, die gemäß Artikel 6 derselben Verordnung nur noch während der Übergangszeit als Untereinheiten des Euro weiterbestehen. Gleichzeitig nimmt das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) seine währungs- und geldpolitischen Operationen in Euro auf. Die öffentliche Hand gibt neue handelbare Anleihen nur noch in Euro.

Spätestens drei Jahre nach dem Beginn der dritten Stufe der WWU werden Noten und Münzen in Euro als gesetzliches Zahlungsmittel in den Verkehr gebracht. Zeitgleich mit diesem Schritt wird auch der rechtliche Übergang zum Euro als alleiniger Währung vollendet sein. Die nationalen Währungen treten als Untereinheiten des Euro außer Kraft. Soweit zu diesem Zeitpunkt noch Rechtsverhältnisse bestehen, die nicht auf Euro umgestellt worden sind, gelten Bezugnahmen auf nationale Währungseinheiten als Bezugnahmen auf den Euro entsprechend dem zu Beginn der dritten Stufe festgelegten Umrechnungskurs. Neue Schuldverhältnisse in einer nationalen Währungseinheit können nach diesem Stichtag nicht mehr rechtsgültig eingegangen werden.

Spätestens sechs Monate nach der Erstausgabe von Euro-Banknoten und -Münzen verlieren alle nationalen Banknoten und Münzen ihre Gültigkeit als gesetzliches Zahlungsmittel. Diese Frist kann durch nationale Rechtsvorschriften verkürzt werden. Nach diesem Termin sind Euro-Banknoten und -Münzen alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel, während die noch im Umlauf befindlichen nationalen Banknoten und Münzen nur noch bei ihren jeweiligen Emittenten gegen Euro-Banknoten und -Münzen umgetauscht werden können.

V. Die Realisierung des Übergangsszenariums

Das bisher beschlossene Übergangsszenarium stellt ein Rahmenwerk dar, das durch kohärentes Handeln der Gemeinschaftsinstitutionen und der Mitgliedstaaten in Zusammenarbeit mit den maßgeblichen Verbänden ausgefüllt werden muß.

1. Die Übergangsphase vom 1. Januar 1999
bis zum 31. Dezember 2001

Die Übergangsphase beginnt am 1. Januar 1999 und endet spätestens am 31. Dezember 2001. Sie wird geprägt von der Koexistenz des Euro und der nationalen Währungen, die temporär bis zu ihrem endgültigen Verschwinden zu Unterteilungen des Euro werden. Sowohl der Euro als auch die nationalen Währungen existieren als Recheneinheit und Zahlungsmittel, wobei Zahlungen in Euro nur bargeldlos vorgenommen werden können. Nur nationale Währungen sind in der Übergangszeit in gesetzlichen Zahlungsmitteln (Banknoten und Münzen) mit Annahmewang konkretisiert.¹¹

Auch wenn während der Übergangszeit das Prinzip des „kein Zwang, keine Behinderung“ herrscht, gehen von den Aktionen der Gemeinschaftsinstitutionen und der Mitgliedstaaten wichtige Impulse zur Strukturierung des Übergangsszenariums aus. Die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik durch das ESZB in Euro¹² wird die Verwendung des Euro eindeutig stimulieren. Es bedeutet, daß Zentralbankgeld ausschließlich in Euro zur Verfügung gestellt wird. Von daher ist es nicht unangebracht zu schlußfolgern, daß der Interbankenmarkt sofort zum Euro übergehen wird, besteht doch dieser Markt im Handel von Zentralbankgeld. Das TARGET-System¹³, das die nationalen Echtzeit-Brutto-Abrechnungssysteme miteinander verbinden und ein wesentliches Element des einheitlichen Geldmarktes darstellen wird, wird nur in Euro arbeiten. Auch der Devisenmarkt dürfte sofort zum Euro übergehen. Jedenfalls wird das ESZB Devisenmarkttransaktionen nur noch gegen Euro durchführen. Das Tempo des Übergangs der anderen Finanzmärkte wird vor allem von den noch später zu besprechenden Maßnahmen zur Redenominierung der Wertpapiere beeinflusst werden. Für die Verwendung des Euro im Nichtbankenbereich wird das Verhalten der öffentlichen Hand von wesentlicher Bedeutung sein.

Abgesehen von den auf Gemeinschaftsebene vereinbarten Regelungen orientiert sich die Verwirklichung des gemeinsamen Umstellungsszenariums am Prinzip der Subsidiarität. Einerseits können die Startbedingungen von Land zu Land zu unterschiedlich sein, um eine europaweite Feinsteuerung der Umstellungsverfahren zu ermöglichen. Andererseits können die Markt-

¹¹ Diese Situation ist auch historisch nicht so ungewöhnlich, wie es oft behauptet wird. In der karolingischen Münzordnung wurde nur der Pfennig ausgeprägt, nicht aber Schilling und Pfund, die nur Rechengeld waren. Vgl. *North*, a. a. O., S. 11. Im vor-revolutionären Frankreich war das livre d'or nur Rechengeld.

¹² Zum Instrumentarium der einheitlichen Geldpolitik, siehe EWI, *Die einheitliche Geldpolitik in Stufe Drei*, Frankfurt 1997.

¹³ Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer System.

teilnehmer und die öffentliche Hand bezüglich der Geschwindigkeit des Übergangs zur neuen Währung unterschiedliche Präferenzen haben. In Frankreich und den Niederlanden geht man davon aus, daß der Euro erst am Ende der Übergangsphase an Bedeutung für das große Publikum gewinnen wird. Entsprechend hat man die Einführung der einheitlichen Währung in zwei Phasen organisiert, um die Probleme einer „Verdoppelung“ der finanziellen Infrastruktur zu vermeiden. In anderen Ländern (z. B. Belgien, Deutschland) sind Abkommen getroffen worden, gemäß denen die gesamte Bank- und Finanzinfrastruktur technologisch an der Koexistenz der zwei Währungsbenennungen angepaßt werden soll: auf diese Weise kann jeder Bankkunde ab 1. 1. 1999 damit rechnen, daß mit einem einzigen Konto die ganze Palette der Transaktionen in Euro und in der nationalen Währung zu führen ist. In anderen Ländern, wie Italien, Österreich und Spanien, plant man, einen Mittelweg zu beschreiten. In Großbritannien, dessen Teilnahme an der WWU noch heute aus bekannten politischen Gründen noch nicht geklärt ist, werden intensive Vorkehrungen für die Einführung des Euro an den Finanzmärkten getroffen.

2. Der Grundsatz „keinerlei Zwang und kein Verbot“

Die in der Formel „keinerlei Zwang und kein Verbot“ auf einen kurzen Nenner gebrachten „Madrider Grundsätze der Handlungsfreiheit“ stehen im Mittelpunkt sämtlicher nationaler Szenarien. Danach steht es allen Wirtschaftssubjekten grundsätzlich frei, während der Übergangsperiode Geschäfte in der bestehenden und/oder in der neuen Währungseinheit abzuwickeln, soweit dem keine auf öffentlicher oder privater Ebene beschlossene Maßnahmen zur Marktstandardisierung entgegenstehen. In mehreren Mitgliedsländern kommt dieser Grundsatz operativ im technischen Ausbau der Dienstleistungen zum Ausdruck, die die Banken ihren Kunden anbieten werden.

In Belgien und Deutschland haben die Planungsentscheidungen zu ähnlichen Ergebnissen geführt: Dort wird es eine klare Unterscheidung zwischen der Währungseinheit, in der ein Bankkonto geführt wird (der Euro *oder* die jeweilige nationale Währung), und der Möglichkeit geben, bei der jeweiligen Bank auf die nationale *sowie* auf die europäische Währungseinheit lautende Zahlungsanweisungen einzureichen. Bei Gutschriften für und Belastungen von in nationaler Währung geführten Konten wird es möglich sein, die jeweiligen Aufträge in Euro zu erteilen, wobei das gleiche natürlich auch umgekehrt gilt. Technisch soll dies in Deutschland durch eine doppelte Angabe des Betrags auf der jeweiligen Zahlungsanweisung erfolgen, während Belgien die Einführung eines Währungskodes vorsieht.

In Frankreich werden alle Geld- und Finanzmärkte am Anfang der dritten Stufe der WWU in Euro umgestellt werden, während das operative System SIT für kleinere Zahlungsaufträge der Banken mindestens für einige Zeit weiterhin in Franc arbeiten soll. Allerdings wird es möglich sein, auch Euro-denominierte Transaktionen durch SIT zu betreiben, mit einer doppelten Angabe des Betrags in Franc und Euro.

Im Vereinigten Königreich wird vorgeschlagen, daß sämtliche Stellen in der „City“, die als Drehscheiben für die Abwicklung von Operationen der Märkte fungieren, „intelligent matching/gateway converters“ (intelligente Verrechnungs- und/oder Schnittstellenkonvertoren) zur Unterstützung der Abrechnung in Euro für sämtliche der WWU angehörenden Währungen entwickeln sollen.

3. Die Neudenominierung von Wertpapieren

Auf nationale Währungseinheiten lautende Forderungen und Verbindlichkeiten werden *de jure* am Ende der Interimsperiode (spätestens am 1. Juli 2002) in Euro umgerechnet. Eine frühere Neudenominierung von handelbaren Wertpapieren ist aber auch möglich¹⁴, wobei in einigen Fällen (Belgien und Frankreich) bereits umfangreiche Neudenominierungsprogramme angekündigt worden sind. Auch die Kurse der auf nationale Währungseinheiten lautenden Wertpapiere werden in Euro ausgedrückt. Im Gegensatz dazu werden Kurse, die als Prozentsätze oder Indexwerte ausgedrückt werden, nicht von der Währungsumstellung berührt.

Auf nationale Währung lautende *Anleihen* und auf Euro lautende Neuemissionen des gleichen Emittenten können zwar durchaus gleichwertig sein. Dies gilt vor allem für den Fall einer neuen Euro-Tranche einer Anleihe, die ursprünglich in einer nationalen Währung emittiert worden war. Jedoch sind die alte Tranche und die neue Tranche nicht fungibel, da beim Umrechnungskoeffizienten nicht von einem Vielfachen von Zehn oder einem sonstigen „einfachen“ Faktor ausgegangen werden kann. Wertpapierhändler verfügen zwar über die technischen Möglichkeiten, mit beiden Tranchen zu handeln, es kann aber nicht ausgeschlossen werden, daß Marktteilnehmer eine der beiden Tranchen gegenüber der anderen bevorzugen und es deshalb in einem der Marktsegmente zu Liquiditätsschwierigkeiten kommt. Deshalb suchen die Märkte nach Lösungen für eine rasche Redenominierung.

In den meisten europäischen Ländern wird der Nennwert einer *Aktie* in der Währung des Landes angegeben, in dem das jeweilige Unternehmen seinen Sitz hat, und unterliegt in einigen Ländern einer Mindestwertrege-

¹⁴ Vgl. Artikel 8.4 der Verordnung (EG) des Rates über die Einführung des Euro.

lung (in Deutschland beispielsweise ist der Mindestnennwert 5 DM). In anderen Ländern, z.B. Belgien,¹⁵ können sie einen bestimmten Kapitalanteil beziffern, ohne einen auf die nationale Währung lautenden Nennwert zu haben (Quotenaktien). Bei einer Umrechnung des Unternehmenskapitals in Euro bereiten Quotenaktien keine besonderen Schwierigkeiten (ganz gleich, ob die Umrechnung *de jure* am Ende der Übergangsperiode oder innerhalb dieses Zeitraums erfolgt); Aktien mit festem Nennwert bereiten eine Reihe von Problemen. Diese entstehen nicht im Bereich des Aktienhandels, sondern auf Seiten der Emittenten. Zunächst einmal wird es aufgrund der Rundungsfrage zu Ungenauigkeiten kommen, die durch eine Anhebung (oder Senkung) des Kapitalstocks ausgeglichen werden muß. Zweitens stellt sich die Frage, wie Halter von Bruchteilen von Anteilen bei der Ausübung von Inhaberrechten (z.B. das Recht auf Teilnahme an der Aktionärsversammlung und das Stimmrecht) zu behandeln sind. Und schließlich gibt es noch das Problem der „Optik“ eines Kapitalstocks und Aktien mit einem ungeraden Nennwert. Auch im Bereich der Aktien könnte deshalb einiges für eine Neudenominierung sprechen.

Im Bereich der *Anleihen* werden vier unterschiedliche Lösungsansätze diskutiert:

- a) Die erste Möglichkeit besteht darin, Wertpapiere in nationalen Währungseinheiten zu halten, während sämtliche damit zusammenhängende Zahlungen und Transaktionen in Euro durchgeführt werden. Dieser Lösungsansatz wird oft auch „cash conversion“ genannt.
- b) Eine zweite Möglichkeit besteht in der Umwandlung des Wertpapierennennwerts auf einen glatten Eurobetrag unter Barzahlung des Differenzbetrags. So würden z. B. aus DM 100 Euro 50 unter Zuzahlung eines Differenzbetrags von ca. 5 Euro. Die alten Urkunden würden durch neue ersetzt oder durch einen entsprechenden Stempelaufdruck geändert.
- c) Eine dritte Möglichkeit besteht in der Aufspaltung der Urkunden in Tranchen mit sehr geringem Nennwert. Nach dem Stand der Planungen würden die Nennwerte bei nur einem Eurocent in Deutschland und bei einem Euro in Frankreich liegen. Für diese fragmentierten Tranchen würde ein Markt geschaffen, auf dem sich die Gesamtheit der öffentlichen Schuldtitel innerhalb weniger Wochen zu neuen, auf Euro lautenden Standardpaketen schnüren ließe.
- d) Als vierte und letzte Möglichkeit bieten sich Gesetzesänderungen durch das Parlament oder der Erlass anderer Rechtsvorschriften an, mit denen der Charakter der Wertanlagen oder ihr Kursgestaltungssystem modifi-

¹⁵ Loi du 18 juillet 1991 (II), Artikel 4 Absatz 1: „Le capital des sociétés anonymes se divise en actions, avec ou *sans* mention de valeur“ (Das Kapital von Aktiengesellschaften wird in Aktien mit oder ohne Nennwert unterteilt).

ziert bzw. geändert werden kann. Ein Beispiel ist der Vorschlag, den Wert festverzinslicher Anlagen nicht mehr in Prozent des Emissionswerts anzugeben, sondern in Form eines Stückkurses wie bei börsennotierten Aktien. Dagegen wurde angeführt, daß dies einen Bruch gut eingefahrener Marktusancen bedeuten würde.

Im Bereich der *Aktien* sind zwei mögliche Lösungen erörtert worden.

- a) In Deutschland bevorzugen die Banken und die Börse eindeutig die Umwandlung sämtlicher börsennotierter Aktien in Quotenaktien, deren Wert einem bestimmten Prozentsatz des Gesamtkapitals des jeweiligen Unternehmens entspricht. Diese Möglichkeit wird zur Zeit von der Bundesregierung geprüft. In Frankreich hingegen wird der Nominalwert der Aktien während der Übergangsphase in Franc gehalten, aber jede Transaktion in Euro für den Gegenwert abgewickelt.
- b) In Frankreich und Italien haben sich die Finanzmarktteilnehmer gleichermaßen eindeutig dafür ausgesprochen, das bestehende Aktienrecht so zu ändern, daß den Aktionärsversammlungen ermöglicht wird, den Nennwert ihrer jeweiligen Aktien in zwei Währungsbezeichnungen anzugeben.

4. Der Einsatz von Umrechnungsfazilitäten

Umrechnungsfazilitäten oder Konvertoren werden als ein grundlegendes Werkzeug für eine ordnungsgemäße Bewältigung der Interimsperiode betrachtet. Sie sollten es den Marktteilnehmern in einer von zwei Währungsausprägungen gekennzeichneten Welt ermöglichen, Geschäfte durchzuführen, zu bestätigen und abzuwickeln, Zahlungen zu leisten und zu erhalten sowie Kontenbewegungen zu erfassen und auszuweisen.

Die Konvertoren können unterschiedlich ausgestattet sein. In London dürften sie als gemeinsame Makrostrukturen in den zentralen Abrechnungsstellen der „City“ eingerichtet werden. In Deutschland wird der technische Ausbau der grundlegenden Dienstleistungen der Banken Anbietern ermöglichen, ohne Rückgriff auf ein System der doppelten Buchführung durch einfachen Tastendruck jederzeit den Gegenwert einer jeden erfaßten Zahlungsoperation in beiden Währungsausprägungen anzuzeigen. Die elektronischen Grundformate für Zahlungen werden so modifiziert, daß die Wertangaben im Verlauf einer Transaktionskette durchweg in beiden Währungen erfaßt werden. Rechtlich wird die Verwendung der Konvertoren in Deutschland auf einem Rahmenvertrag beruhen, der im Zentralen Kreditausschuß (ZKA) ausgehandelt und sowohl von den Bankenverbänden als auch von der Deutschen Bundesbank unterzeichnet wurde. Dieser Vertrag ist nach seiner Genehmigung durch das Bundeskartellamt Mitte August vergangenen Jahres in Kraft getreten. Die Eingabe der doppelten Wertangabe obliegt

dabei dem erstbeauftragten Kreditinstitut, also der Bank, bei der ein Kundenauftrag eingeht oder bei der ein Scheck eingereicht wird.

5. Die öffentliche Hand

Die öffentliche Hand spielt eine wichtige Rolle im Übergangsszenario. Immerhin laufen rund 50% des Bruttoinlandsprodukts durch die öffentlichen Kassen. Gemeinschaftlich vereinbart ist, daß der generelle Übergang der öffentlichen Hand zum Euro erst am Ende der Übergangsfrist erfolgt. Das heißt, dort wo der Staat dem Bürger hoheitlich entgegentritt, kann er während der Übergangszeit den Gebrauch des Euros nicht zwingend vorschreiben. Diese Beschränkung endet erst an dem Tage, an dem der Grundsatz des *no compulsion* nicht mehr gilt. Der Staat kann aber die Verwendung des Euro gestatten, wenn dies von den Steuersubjekten und Abgabepflichtigen gewünscht wird. So hat die belgische Regierung im Sommer 1996 ein Rahmenwerk verabschiedet. Danach werden „ab 1.1.1999 die Steuer- und Sozialverwaltungen ihre finanziellen Beziehungen mit Drittpersonen in belgischen Franken und in Euro abwickeln, je nachdem, wie die interessierten Parteien solche Beziehungen organisieren wollen. Ab 1.1.1999 und bis spätestens 31.12.2001 wird jede Mitteilung an die Steuer- und Sozialbehörden entweder in belgischen Franken oder in Euro ausgefüllt werden können“.¹⁶ Das belgische Beispiel hat unter anderem Italien¹⁷ und Spanien¹⁸ zu ähnlichen Initiativen bewegt.

6. Die Änderung der nationalen Gesetze

Umstellung und Umrechnung erfolgten nicht nur bei vertraglichen Schuldverhältnissen. Auch bei den gesetzlichen Schuldverhältnissen stellen sich Umstellungsfragen. Zahllos sind die Gesetze, die auf die nationale Währung Bezug nehmen. Unproblematisch ist die bloße Ersetzung der nationalen Währungsbezeichnung durch den Euro. Dies kann im Wege eines Sammelgesetzes geschehen. Problematischer ist die Umstellung fester Währungsbeträge in Gesetzen, z.B. im Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht, im Steuerrecht, usw. Da die Umrechnungskurse gebrochen sein werden, dürfte eine Umwandlung auf dieser Basis nicht in Frage kommen.

¹⁶ Ministère des Finances, Introduction de l'Euro. Projet de Lignes de Force Financières du Schéma National de Place, Bruxelles, 23.7.1996.

¹⁷ „Euro, primi esperimenti su INPS e fisco“, Sole 24 Ore, 9.1.1997.

¹⁸ Asociación Española de Banca Privada, Manual para la implementación operativa del euro, Versión 1, Madrid, 23.12.1996, insbesondere die Sektion 7 „Organismos públicos“.

Statt dessen dürfte eine neue Festsetzung in Betracht gezogen werden. Allerdings sind in diesem Bereich noch keine eindeutigen Entscheidungen gefallen.

7. Die Ausgabe von Euro-Banknoten und -Münzen

Mit der Ausgabe von Euro-Banknoten und -Münzen wird der Übergang zum Euro im buchstäblichen Sinne auch „fühlbar“. Zugleich vollendet dieser Schritt weitgehend den Übergang. Die Ausgabe erfolgt *gegen* Ende der Übergangsperiode, wenn auch nicht unbedingt *an* deren Ende. Der günstigste Zeitpunkt bedarf noch der Abklärung. Er wird auf jeden Fall 1998 und damit so rechtzeitig bekanntgegeben, daß alle betroffenen Wirtschaftszweige (z.B. Automatenindustrie) die notwendigen Vorbereitungen treffen können und das breite Publikum genügend lang vorbereitet wird.

Die Stückelung der Banknoten und -Münzen ist seit langem bekannt und im Dezember vergangenen Jahres hat das EWI auch die konzeptuellen Entwürfe der Euro-Banknoten präsentiert. Für die Gestaltung der Münzen findet zur Zeit auf Gemeinschaftsebene ein Wettbewerb statt, der bis Mitte 1997 abgeschlossen sein dürfte.

Aus technischen Gründen werden Euro-Banknoten und -Münzen nicht sofort alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel sein, sondern sich für eine kurze Übergangszeit diese Eigenschaft mit nationalen Banknoten und Münzen in deren jeweiligen nationalen Territorien teilen müssen. Diese Übergangszeit darf höchstens sechs Monate betragen; es wird aber erwartet, daß der nationale Gesetzgeber seinen nationalen Geldzeichen die Eigenschaft als gesetzliches Zahlungsmittel innerhalb einer kürzeren Frist aberkennt, um die Periode der parallelen Zirkulation von zwei gesetzlichen Zahlungsmitteln möglichst kurz zu halten. Einige Mitgliedsstaaten beabsichtigen diese Periode auf einige Wochen zu verkürzen, und es ist zu hoffen, daß dieses Beispiel auch in denjenigen Ländern Schule machen wird, die aus technischen Gründen beabsichtigen, den vollen Spielraum von sechs Monaten auszunützen.

Es ist wahrscheinlich unnötig zu betonen, daß die nationalen Banknoten und Münzen nicht ihren Wert verlieren, wenn sie kein gesetzliches Zahlungsmittel mehr sind. Sie werden weiterhin von den jeweiligen nationalen Zentralbanken gegen Euro-Geldzeichen umgetauscht.

Zusammenfassung

Die Einführung der einheitlichen Währung in einem Verbund von industrialisierten Ländern mit hochentwickelten Finanzsystemen wirft vielfältige rechtliche und logistische Probleme auf. Erfahrungen, die in der Vergangenheit mit Währungsumstellungen gemacht worden sind, sind bei der Lösung dieser Probleme nur von begrenztem Nutzen. Deshalb müssen beim Übergang zum Euro neue Wege beschritten werden, wobei dem Prinzip der Subsidiarität und der Entfaltung der Marktkräfte ein großer Spielraum eingeräumt wird. Dank der seit 1994/1995 begonnenen Arbeiten hat das Szenarium für den Übergang zum Euro sehr konkrete und anschauliche Züge angenommen. An den Tagungen des Europäischen Rats in Madrid und Dublin wurden die wichtigsten Regelungen auf Gemeinschaftsebene beschlossen. In den Mitgliedstaaten wurden bereits zum Teil weitreichende Vorbereitungsmaßnahmen getroffen, dieses Szenarium entsprechend der spezifischen nationalen Situation umzusetzen. Die Aufgabe der Gemeinschaftsinstanzen wird es sein, die Fortschritte zu beobachten und dort helfend einzugreifen, wo grenzüberschreitende Aspekte nach einer koordinierten Lösung verlangen.

Literaturverzeichnis

Asociacio Espaola de Banca Privada, Manual para la implementacion operativa del euro, Versin 1, Madrid, 23. Dezember 1996. – *Bank of England*, Practical issues arising from the introduction of the euro, Issue No. 4, London, 24 April 1997. – *Banque de France/AFCEI*, Plan for the banking and financial community, Paris, Februar 1997. – *Bundesregierung*, Die Einführung des Euro in Gesetzgebung und öffentlicher Verwaltung, Gemeinsamer Zwischenbericht des Arbeitsstabes Europäische Wirtschafts- und Wahrungunion des Bundesministerium der Finanzen und der Bundesministerien, Bonn, 28. April 1997. – *Department of Finance (Ireland)*, EMU and the euro: Ireland’s National Changeover Plan, Dublin, 1997. – *Europäisches Währungsinstitut*, Der Übergang zur einheitlichen Währung, Frankfurt, November 1995. – *dass.*, Legislative Action for the introduction of the euro, Frankfurt, Juni 1996. – *dass.*, Die einheitliche Geldpolitik in Stufe Drei, Frankfurt, Januar 1997. – *dass.*, First Progress Report on the TARGET Project, Frankfurt, August 1996. – *Europäischer Rat (Vorsitz)*, Szenario für die Einführung der einheitlichen Währung, Madrid 1995, Abl. Nr. C 22/2 v. 26. 1. 1996. – *ders.*, The legal framework for the use of the euro, Brüssel, 14. Dezember 1996. – *Federation Bancaire de l’Union Européenne*, Introduction of the Single Currency: The views of the Banking Federation of the European Union, Brüssel, November 1995. – *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Eine Währung für Europa, Grünbuch über die praktischen Verfahren zur Einführung der Einheitswährung, Luxemburg 1995. – *diess.*, Kom (96) 499 endg., Dokumente 96/0249 (CNS) und 96/0250 (CNS), Sekundarrechtliche Vorschriften über die Einführung des Euro und einige Bestimmungen der Einführung des Euro, Vorschlag für eine Verordnung (EG) des Rates über einige Bestimmungen der Einführung des Euro und Vorschlag für eine Verordnung (EG) des Rates über die Einführung des Euro, Brüssel, Oktober 1996. – *Luukko, M.*, Der Euro – das metrische Finanzsystem, in: *Unitas*, Jg. 68, H. 4, (Okt./Dez.) 1996, S. 22 - 25. – *Ministère des Finances (Belgique)*, Introduction de l’Euro, Projet de

Lignes de Force Financières du Schema National de Place, Brüssel, 23. Juli 1996. – *Ministère des Finances (Grand Duché de Luxembourg)*, Préparation des administrations publiques luxembourgeoises à l'introduction de l'euro, Luxemburg, 22. April 1997. – *Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica*, Dalla lira all'euro, Linee guida per l'introduzione dell'euro in Italia, Rom, 1997. – *Ministry of Finance (Finland)*, Finland's National Changeover Plan for the introduction of the euro, Helsinki, 16. April 1997. – *North, Michael*, Das Geld und seine Geschichte, München 1994. – *Sole 24 Ore*, Euro, primi esperimenti su INPS e fisco, 9. Januar 1997.

Die Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft auf die Europäische Währungsunion*

Von Axel Bertuch-Samuels und Michael Wolgast, Bonn

I. Problemstellung

Bei dem Übergang zu der Europäischen Währungsunion (EWU) kommt der Kreditwirtschaft gleich in mehrerer Hinsicht eine zentrale Rolle zu. Zum einen ist die Einführung einer neuen Währung in jedem Fall ohne die aktive Mitwirkung der Kreditwirtschaft kaum vorstellbar; dies trifft – wie im einzelnen zu zeigen sein wird – bei der Einführung des Euro sogar in besonderem Maße zu, da der sich über mehrere Jahre erstreckende Übergang mit einer parallelen Verwendung von Euro und nationalen Währungen im unbaren Bereich und eventuell für einige Monate sogar im Bargeldbereich von der Kreditwirtschaft gegenüber einer einfachen Währungsumstellung erhebliche zusätzliche Vorbereitungsarbeiten erfordert. Das Gelingen des Beginns der Währungsunion und insbesondere die konkrete Umsetzung des Übergangs zum Euro hängen somit maßgeblich von den Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft ab; angesichts der erforderlichen Vorlaufzeiten¹

* Der vorliegende Beitrag wurde im Januar 1997 abgeschlossen. In der Zwischenzeit (Stand: September 1997) sind bei der Konkretisierung des Übergangsszenarios auf den Euro eine Reihe von Fortschritten erzielt worden. So wurden die beiden EG-Ratsverordnungen zum Übergang auf den Euro im Juni 1997 rechtsverbindlich angenommen bzw. politisch gebilligt. In Deutschland bereitet die Bundesregierung derzeit den Entwurf eines Artikelgesetzes vor, in dem unter anderem die Umstellung der umlaufenden Schuldverschreibungen und der Aktien auf den Euro geregelt wird. Auch die Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft selbst dürften inzwischen weiter vorangekommen sein. Gleichwohl besitzen die wichtigsten Aussagen des vorliegenden Beitrags auch weiterhin Gültigkeit.

¹ In einer Anfang 1995 durchgeführten Umfrage bei seinen Mitgliedern kam der europäische Bankenverband (*Fédération Bancaire*) zu dem Ergebnis, nach Festlegung der Eckpunkte des Übergangsszenarios würde eine Vorlaufzeit von drei bis vier Jahren für die Vorbereitungsarbeiten erforderlich sein (*Fédération Bancaire* (1995a)). Nach einer ebenfalls Anfang 1995 durchgeführten Umfrage rechnen die deutschen Sparkassen mit einer entsprechenden Vorlaufzeit von etwa drei Jahren. Die langen Vorlaufzeiten beruhen insbesondere auf dem Ausmaß der erforderlichen Anpassungen der Datenverarbeitung, die – zusätzlich zu dem Sachstand bei Durchführung der oben genannten Umfragen – auch aus dem Übergangsszenario mit einer

erfolgen bereits heute in der Kreditwirtschaft erhebliche Vorbereitungsarbeiten, die allerdings zwischen Instituten, Institutsgruppen und Ländern stark differieren².

Zum anderen ergeben sich aus den Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft auch Rückwirkungen auf die politische Diskussion um den geplanten Beginn der Europäischen Währungsunion zum 1. Januar 1999³. Zumindest in denjenigen Ländern, in denen sich die Kreditwirtschaft im Rahmen ihrer Vorbereitungsarbeiten in erheblichem Maße engagiert, um ihre Kunden über den Beginn der Europäischen Währungsunion und seine Implikationen aufzuklären, ergibt sich hieraus für sie unter Umständen auch eine Festlegung für ihre Haltung in der politischen Diskussion. Darüber hinaus werden diejenigen Institute oder Institutsgruppen, die bereits in erheblichem Maße in die Vorbereitungen auf den Übergang zu der Europäischen Währungsunion investiert haben, naturgemäß besonders interessiert daran sein, daß der Termin für den Beginn der Währungsunion eingehalten wird⁴. Umgekehrt ist aber auch denkbar, daß die doppelte Unsicherheit über die Einhaltung des Termins und den Kreis der Teilnehmerländer negative Rückwirkungen auf den Stand der Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft zur Folge hat.

breiten Parallelität von zwei Recheneinheiten im unbaren Bereich resultieren. Schätzungen von Fachleuten zufolge liegt der Zeitaufwand für die Umstellung der Datenverarbeitung auf den Euro in den Instituten bei etwa zweieinhalb bis drei Jahren und bindet dabei (mindestens) 20 bis 25 Prozent der Kapazitäten in den EDV-Entwicklungseinheiten.

² Auf den unterschiedlichen Stand der Vorbereitungen wird im Rahmen dieses Beitrags noch einzugehen sein.

³ In der politischen Diskussion geht es zum einen nach wie vor darum, ob eine Europäische Währungsunion überhaupt wünschenswert ist, und zum anderen um die Frage der Auslegung der Konvergenzkriterien bei der Auswahl der Teilnehmerländer bzw. damit auch die Möglichkeit einer Verschiebung der Währungsunion (vgl. zu diesen grundlegenden Fragestellungen z. B. *Baltensperger* (1996), *Bertuch-Samuels, Wolgast* (1996), *Clausen, Willms* (1996) oder *Ochel* (1996)); die Diskussion dieser Fragen ist heute Gegenstand der politischen Auseinandersetzungen nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen EU-Ländern bzw. der EU insgesamt.

⁴ So lassen sich in Deutschland durchaus gewisse Unterschiede in der Haltung der Spitzenverbände der Kreditwirtschaft zu einem Beginn der Europäischen Währungsunion zum 1. 1. 1999 ausmachen. Während der Präsident des Bundesverbandes der Volks- und Raiffeisenbanken (BVR), Grüger, bereits 1995 eine Verschiebung der Währungsunion forderte und 1996 hieran die Forderung anknüpfte, die Konvergenzkriterien müßten „punktgenau“ eingehalten werden, wird die Notwendigkeit für eine derartige „Punktlandung“ vom Bundesverband deutscher Banken (BdB) mit dem Hinweis auf die „Ermessensspielräume“ des Vertrags und damit die „Freiheiten für politische Bewertungen“ in Frage gestellt. Die Position des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes (DSGV) ist konditioniert, d. h. die deutsche Sparkassenorganisation unterstützt die Schaffung einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion nur als Stabilitätsgemeinschaft.

Vor diesem Hintergrund wird im folgenden der Versuch unternommen, die Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft auf die Europäische Währungsunion übersichtsartig darzustellen. Zunächst wird dabei die Ausgangssituation für die Kreditwirtschaft aufgezeigt, die sich insbesondere aus dem für den Übergang auf den Euro vorgesehenen Szenario ergibt. Wie dabei gezeigt wird, sieht sich die Kreditwirtschaft auch heute – weniger als 24 Monate vor dem geplanten Beginn der sogenannten „Stufe 3a“ – auch in vielen Fragen des Übergangsszenarios noch mit erheblichen Unklarheiten und Unsicherheiten konfrontiert. Zu der Ausgangssituation für die Kreditwirtschaft gehören aber auch die (vermuteten) geschäftspolitischen Auswirkungen sowohl des Übergangs zum Euro als auch (langfristig) der Schaffung eines einheitlichen Währungsraumes. Im Anschluß werden die konkreten Anforderungen an die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft unter ausgewählten Aspekten dargestellt, und es wird der Versuch unternommen, Aussagen zum Stand der Vorbereitungen in Deutschland und in der EU zu treffen.

II. Ausgangssituation für die Kreditwirtschaft

1. *Übergangsszenario zu der einheitlichen europäischen Währung*

a) Beratungen zum Übergangsszenario im Jahre 1995

Der Vertrag von Maastricht enthält kaum Bestimmungen zu den praktischen Aspekten des Übergangs zu der einheitlichen europäischen Währung⁵; zu dem eigentlichen Übergang von nationalen Währungen auf den Euro legt der Vertrag lediglich fest, daß mit der Entscheidung über den Eintritt in die „dritte Stufe“ das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) und die Europäische Zentralbank (EZB) errichtet und am ersten Tag der Währungsunion die unwiderruflichen Umrechnungskurse zwischen nationalen Währungen und Euro festgelegt werden⁶. Somit enthält der Vertrag keine Regelungen, die dem Umstand Rechnung tragen, daß einerseits erst nach der Entscheidung über Beginn und Teilnehmerländer an der Währungsunion bzw. Errichtung der Europäischen Zentralbank (EZB) mit der Herstellung der neuen Banknoten und Münzen begonnen werden kann,

⁵ Die Übergangsbestimmungen des Vertrags befassen sich vor allem mit der Entscheidung über den Beginn der Währungsunion bzw. den Kreis der Teilnehmerländer anhand der Konvergenzkriterien sowie dem Rechtsstatus derjenigen Länder, die zunächst nicht an der Währungsunion teilnehmen (Artikel 109j bis 109k EG-Vertrag).

⁶ Art. 109l EG-Vertrag. Damit werde der Euro zu einer „eigenständigen Währung“.

andererseits aber für die Herstellung der Banknoten und Münzen ein Zeitraum von etwa drei Jahren erforderlich ist. Auch nach dem Beginn der Währungsunion muß somit noch mehrere Jahre lang Bargeld in den nationalen Währungen verwendet werden, da Bargeld in europäischer Währung nicht sofort zur Verfügung steht⁷.

Vor diesem Hintergrund wurden im Jahre 1995 mögliche Konzepte für die Ausgestaltung des Übergangs zu der neuen Währung beraten⁸; im wesentlichen konkurrierten dabei die Ansätze eines Übergangs nach dem Prinzip der „kritischen Masse“ und eines „verzögerten Big-Bang“. Das insbesondere von der EU-Kommission propagierte⁹ Konzept der „kritischen Masse“¹⁰ sieht für die Zeit zwischen dem Beginn der Währungsunion und der Ausgabe von Bargeld in der europäischen Währung eine breite Parallelität von alter und neuer Währung im unbaren Bereich vor; so sollen der gesamte Geldmarkt, der Interbankenmarkt und der Kapitalmarkt sofort auf die europäische Währung umgestellt werden, und Unternehmen und privaten Haushalten soll es ab dem Beginn der Währungsunion freistehen, im unbaren Bereich bereits die europäische Währung zu verwenden. Die öffentliche Verwaltung soll bei der Einführung der neuen Währung eine „Vorreiterrolle“ übernehmen, und die Einführung der neuen Währung soll Gegenstand des Wettbewerbs zwischen Kreditinstituten und -institutsgruppen sein. Insgesamt soll so eine „kritische Masse“ an Transaktionen in der neuen Währung erzeugt werden, die den Beginn der Währungsunion von Anfang an unumkehrbar und glaubwürdig festschreiben soll.

Das Konzept eines „verzögerten Big-Bang“ („Delayed Big-Bang“) sah demgegenüber vor, mit dem Beginn der Währungsunion zunächst lediglich

⁷ Somit ist ein „Big-Bang“, bei dem alle Wirtschaftsbereiche in den Teilnehmerländern mit dem Beginn der Währungsunion sofort auf den Euro umgestellt werden, aus technischen Gründen ausgeschlossen, obwohl dies nach einhelliger Meinung vieler Fachleute als das optimale Übergangsszenario anzusehen wäre.

⁸ Den Anstoß zu dieser Diskussion gab das „Grünbuch“ der EU-Kommission vom 31. Mai 1995 (*Europäische Kommission* (1995)), das zwar formal auf die Ergebnisse von Anhörungen durch die Expertengruppe unter Leitung von Cees Maas (*Expert Group on the Changeover to the Single Currency* (1995)) zurückgreift, dabei allerdings wesentliche Anregungen des Cees-Maas-Berichtes nicht berücksichtigt. Der Europäische Rat beauftragte auf seiner Tagung am 26. und 27. Juni 1995 in Cannes den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN), in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Währungsinstitut (EWI) und der Kommission Vorschläge für ein Übergangsszenario auszuarbeiten.

⁹ So stellt das „Grünbuch“ der EU-Kommission – wie von vielen Kritikern zu Recht angemerkt wurde – eher ein „Weißbuch“ dar, da gegenüber dem Konzept der „kritischen Masse“ insbesondere das alternative Übergangsszenario eines „Delayed Big-Bang“ lediglich am Rande kurz erwähnt und dabei – mit einer nicht unbedingt überzeugenden Begründung – sofort verworfen wird (vgl. *Europäische Kommission* (1995, S. 24 - 25)).

¹⁰ Vgl. *Europäische Kommission* (1995, S. 28 - 30).

innerhalb des ESZB in der neuen Währung zu rechnen. Alle Transaktionen der Zentralbanken mit anderen Wirtschaftssubjekten werden nach wie vor in den nationalen Währungen durchgeführt; erst mit der Ausgabe des Bargelds in europäischer Währung kommt es zu einer (verspäteten) Umstellung aller Wirtschaftsbereiche auf die neue Währung zu einem einheitlich festgesetzten Zeitpunkt. Die Vorteile dieses Konzepts im Vergleich zu dem Konzept der „kritischen Masse“ hätten insbesondere in den erheblich geringeren Umstellungskosten für die Kreditwirtschaft und der besseren Akzeptanz bei den Bürgern gelegen, die sich aus einfach verständlichen, klaren, einheitlichen Regelungen ergibt.

Nachdem eine große Mehrheit der Kreditinstitute in Deutschland sich gegenüber Bundesbank und EWI für das Konzept eines „Delayed Big-Bang“ ausgesprochen¹¹ und auch die Bundesbank anfangs eine Präferenz für dieses Szenario signalisiert hatte, kam es im Sommer 1995 zu einem überraschenden Meinungswechsel der Bundesbank; die Bundesbank führte nunmehr „rechtliche und politische Gründe“ an, aus denen eine Verwendung der gemeinsamen Währung durch Private mit Beginn der Wahrungunion nicht verhindert werden konne¹². Am 14. November 1995 legte das EWI seine Empfehlungen zum Übergangsprozeß vor¹³, die sich als gemäßigte Form des Konzepts des „kritischen Masse“ charakterisieren lassen. Indem das EWI den Grundsatz aufstellt, eine freiwillige Verwendung der europäischen Währung durch Unternehmen und private Haushalte bereits im Übergangsprozeß dürfe nicht behindert, allerdings auch nicht erzwungen werden, schließt das EWI eine breite Parallelität der beiden Währungen im Übergangsprozeß zumindest nicht aus. Im Unterschied zum „Grünbuch“ stellt das EWI aber klar, daß im Übergangszeitraum nur die nationalen Währungen gesetzliches Zahlungsmittel sind; darüber hinaus ist eine

¹¹ Vgl. *Deutsche Bundesbank* (1995). Von 82 Kreditinstituten, die im Frühjahr 1995 im Rahmen einer Fragebogenaktion des EWI in Deutschland von der Deutschen Bundesbank befragt worden waren, sprachen sich 61 Kreditinstitute für einen „Delayed Big-Bang“ aus. Dabei befürwortete nicht nur die gesamte deutsche – wie übrigens auch die europäische (vgl. *Europäische Sparkassenvereinigung* (1995)) – Sparkassenorganisation, sondern auch die Mehrheit der Institute aus den anderen Sektoren der Kreditwirtschaft den „Delayed Big-Bang“.

¹² Dabei dürfte auch eine Rolle gespielt haben, daß die Bundesbank trotz der eindeutigen Umfrageergebnisse nicht auf die einhellige Unterstützung der deutschen Kreditwirtschaft für das Szenario eines „Delayed Big-Bang“ rechnen konnte. So sprach sich im September 1995 der Bundesverband deutscher Banken (vgl. *Bundesverband deutscher Banken* (1995)) und im November 1995 auch die europäische Bankenvereinigung (vgl. *Federation Bancaire* (1995b)) gegen einen Delayed Big-Bang und insgesamt für das übergangsszenario der „kritischen Masse“ bzw. das Grünbuch der EU-Kommission aus, nachdem zuvor eine in Frankfurt/Main ansässige Großbank ihre Präferenz für das Kommissionsmodell deutlich gemacht hatte.

¹³ *Europäisches Währungsinstitut* (1995).

Umstellung der gesamten öffentlichen Haushalte erst für den Zeitpunkt der Ausgabe von Bargeld in Euro vorgesehen. Spätestens mit der Vorlage der Empfehlungen des EWI war somit allerdings endgültig nicht mehr damit zu rechnen, daß das Konzept des Delayed Big-Bang in den Verhandlungen zwischen den Staats- und Regierungschefs in Madrid (Dezember 1995) noch eine Rolle spielen würde.

b) Beschlüsse des Gipfels von Madrid im Dezember 1995

Wie erwartet, folgten die Staats- und Regierungschefs auf dem Gipfeltreffen von Madrid (15. - 16. Dezember 1995) in ihrer Beschlußfassung zum Übergangsszenario¹⁴ weitgehend den Empfehlungen des EWI¹⁵. So soll der gesamte Geldmarkt mit Beginn der Währungsunion auf den Euro umgestellt werden; um auch tatsächlich einen einheitlichen Geldmarkt zu schaffen, werden die Großbetragszahlungssysteme der nationalen Zentralbanken auf den Euro umgestellt und zu einem einheitlichen europaweiten Großbetragszahlungsverkehrssystem (TARGET)¹⁶ verknüpft. Private Wirtschaftseinheiten sollen ab Beginn der Währungsunion die Möglichkeit haben, den Euro zu verwenden, ohne allerdings hierzu gezwungen zu sein; dieser auch unter dem Schlagwort „no compulsion, no prohibition“ zusammengefaßte Grundsatz ist inzwischen dahingehend konkretisiert worden, daß – von Ausnahmebereichen¹⁷ abgesehen – der Euro im Übergangsprozeß nur aufgrund von Parteienvereinbarung verwendet werden kann; alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel in den Teilnehmerländern bleibt dagegen in der Übergangsphase, solange Bargeld in Euro noch nicht zur Verfügung steht, Bargeld in der jeweiligen nationalen Währung. Die Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte in Form handelbarer Schuldverschreibungen soll ab Beginn der Währungsunion in Euro erfolgen; in der Frage der Umstellung von Notierungen und Abrechnungen an den Kapitalmärkten auf den Euro sieht das Szenario für „Standardisierungspraktiken der Märkte“ einen Ausnahmebereich von dem Prinzip der Freiwilligkeit der Verwendung des Euro im Übergangsprozeß vor¹⁸. In

¹⁴ Neben der Beschlußfassung zum Übergangsszenario und einer allgemeinen Bekräftigung der Pläne für einen Beginn der Währungsunion zum 1. Januar 1999 erfolgte auf dem Gipfel von Madrid vor allem die Namensgebung für die einheitliche europäische Währung („Euro“ statt wie ursprünglich im Vertrag festgesetzt „ECU“).

¹⁵ Zu den Beschlüssen von Madrid bzw. dem nunmehr verbindlichen Übergangsszenario zu der einheitlichen europäischen Währung vgl. *Europäischer Rat* (1996, S. 62, S. 72 - 75) oder *Deutsche Bundesbank* (1996a).

¹⁶ Der Name TARGET steht für „Trans European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer“.

¹⁷ Einen wichtigen Ausnahmebereich stellt dabei die Verwendung des Euro im unbaren Zahlungsverkehr dar.

¹⁸ So hat z. B. in Deutschland die Deutsche Börse AG bereits den Willen bekundet, Notierungen und Abrechnungssysteme zum 4. Januar 1999 (Montag) von DM auf

der Frage der Umstellung der öffentlichen Haushalte wird in dem Gipfeldokument – in deutlichem Unterschied zu der in dem Grünbuch der EU-Kommission postulierten „Vorreiterrolle“ der öffentlichen Haushalte bei der Umstellung auf die neue Währung¹⁹ – lediglich ausgeführt, „spätestens“ mit dem Abschluß des Bargeldumtauschs sei bei Transaktionen der öffentlichen Hand der Euro zu verwenden²⁰. In dem Gipfeldokument werden darüber hinaus Aussagen zum rechtlichen Status von Euro und Teilnehmerwährungen im Übergangsprozeß²¹, zur Kontinuität der Verträge²² und zur Umstellung von ECU-Beträgen auf den Euro²³ getroffen. Für den Bargeldumtausch ist eine maximal sechsmonatige Phase eines doppelten Bargeldumlaufs in Euro und Teilnehmerwährungen vorgesehen²⁴, die aber durch die Teilnehmerländer „möglichst kurz“ zu halten sei.

c) Weitere Konkretisierung des Übergangsszenarios von Madrid

Auch wenn der Gipfel von Madrid wichtige Eckwerte des Übergangsszenarios festgelegt hatte, waren damit – und sind bis heute – noch nicht alle Fragen des Übergangs zu der einheitlichen europäischen Währung abschlie-

Euro umzustellen. In Belgien ist vorgesehen, Notierungen und Abrechnungen an den organisierten Finanzmärkten ab dem 1. Januar 1999 in Euro vorzunehmen, dabei aber aus Transparenzgründen die Notierungen für die Allgemeinheit auch in der Landeswährung auszudrücken und Orders von Privatkunden teilweise weiter in Belgischen Francs entgegenzunehmen. In Frankreich sollen die Märkte ebenfalls frühzeitig (4. Januar 1999) auf Euro umgestellt werden, auch dort sind aber Maßnahmen vorgesehen, um gegenüber Kunden in diesem Bereich weiter in Francs arbeiten zu können.

¹⁹ Vgl. *Europäische Kommission* (1995, S. 30).

²⁰ Vgl. *Europäischer Rat* (1996, S. 73 - 74).

²¹ Beide sollen nur noch „unterschiedliche Bezeichnungen dessen sein...“, was im wirtschaftlichen Sinne ein und dieselbe Währung ist.“ Daneben soll zwischen beiden eine „rechtlich erzwingbare Äquivalenz“ herrschen.

²² Es wird klargestellt, daß der Übergang zum Euro „für sich genommen“ die Kontinuität der Verträge nicht beeinträchtigen dürfe; zur Frage der Kontinuität der Verträge mit Bezug auf einzelne Vertragsarten vgl. auch *Fischer, Klanten* (1996). Eine Klarstellung zur Kontinuität der Verträge erfolgt rechtsverbindlich im Rahmen der EU-Ratsverordnung zum Euro, deren Entwürfe am 16. Oktober 1996 in Brüssel veröffentlicht wurden.

²³ Nach den Beschlüssen von Madrid soll die offizielle Korb-ECU mit Beginn der Währungsunion nach dem Kurs von 1:1 in Euro umgerechnet werden. Inwieweit darüber hinaus auch die „private“ ECU nach dem Kurs von 1:1 auf den Euro umzustellen ist, dürfte – ähnlich der Problematik bei einer Veränderung des offiziellen ECU-Währungskorbes – maßgeblich von den jeweiligen Vertrags- bzw. Emissionsbedingungen abhängen.

²⁴ In dieser Phase gäbe es – so merkwürdig eine solche Regelung auch anmutet – zwei gesetzliche Zahlungsmittel, da dann sowohl Bargeld in Euro als auch Bargeld in nationaler Währung gesetzliches Zahlungsmittel wäre.

ßend geklärt²⁵. Als die – insbesondere für die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft – wohl bedeutendsten offenen Fragen sind dabei die Frage einer möglichen Umstellung der Nennwerte von bei Beginn der Währungsunion bereits umlaufenden Schuldverschreibungen und von Aktien auf den Euro und wichtige Klärungen in Zusammenhang mit dem Bargeldumtausch anzusehen. Nach dem letzten Stand der Beratungen soll es den Teilnehmerländern freigestellt bleiben, durch nationale Gesetzgebung die Emittenten von Schuldverschreibungen zu ermächtigen, die Nennwerte bereits im Übergangszeitraum auf den Euro umzustellen²⁶; inwieweit es beispielsweise in Deutschland zu einer solchen Regelung kommen wird, ist derzeit noch offen²⁷. Auch zu den möglichen Verfahren bei der Umstellung der Nennwerte von Aktien gibt es bisher lediglich einzelne Vorschläge²⁸. Im Bereich des Bargeldumtauschs sind insbesondere der Zeitpunkt des Beginns und die Art und Weise des Bargeldumtauschs und der Zeitraum eines doppelten Bargeldumlaufs noch zu konkretisieren²⁹.

Gegenüber diesen derzeit noch offenen Fragen sind eine ganze Reihe weiterer über das Szenario von Madrid hinausgehender und zunächst technisch anmutender Einzelfragen, die aber für die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft ebenfalls nicht ohne Bedeutung sind, inzwischen weitgehend geregelt worden. So ist zur Art der Festlegung der unwiderruflichen

²⁵ Dabei läßt sich sagen, daß die Mehrzahl der Fragen des Übergangsszenarios letztlich Folgeprobleme der Grundsatzentscheidung für das Szenario einer breiten Parallelität von Euro und Teilnehmerwährungen im Übergangsprozeß sind. Es liegt auf der Hand, daß bei einer gleichzeitigen Verwendung von zwei Recheneinheiten in weiten Bereichen eine Fülle von Fragen zu regeln ist, die bei einem einfachen, klar nachvollziehbaren Übergangsszenario, wie es z. B. ein Delayed Big-Bang dargestellt hätte, überhaupt nicht erst aufgetreten wären.

²⁶ Auch diese Bestimmung findet sich in den bereits erwähnten EU-Ratsverordnungen zum Euro, deren Entwürfe am 16. Oktober 1996 in Brüssel veröffentlicht wurden.

²⁷ Vor allem der Bundesverband deutscher Banken (BdB) und die Deutsche Börse AG setzen sich für eine derartige Regelung ein; dagegen bevorzugen die meisten anderen Spitzenverbände der Kreditwirtschaft, insbesondere der Deutsche Sparkassen- und Giroverband (DSGV) und der Verband öffentlicher Banken (VöB) die sogenannte Auslaufvariante, d. h. eine Umstellung der Nennwerte findet – unabhängig von einer Notierung und Abrechnung an der Börse in Euro – nicht statt. Die Entscheidung liegt nunmehr beim Bundesfinanzminister.

²⁸ Eine einfache Umrechnung der Nennwerte macht insofern keinen Sinn, als dadurch krumme Werte für Grundkapital und Stückelung der Anteile entstünden. Ein einfacher Ausweg kann hier in einer Kapitalerhöhung oder einer Kapitalherabsetzung liegen. Daneben wurde in Zusammenhang mit dem Euro erneut die Einführung von Quotenaktien oder von „echten“ nennwertlosen Aktien vorgeschlagen.

²⁹ Derzeit wird diskutiert, den – auf EU-Ebene einheitlichen – Beginn des Bargeldumlaufs in Euro nicht wie derzeit geplant am 1. Januar 2002, sondern bereits im Herbst 2001 erfolgen zu lassen. Alle anderen Regelungen in Zusammenhang mit dem Bargeldumtausch sind dagegen Sache der einzelnen Teilnehmerländer.

Umrechnungskurse bestimmt, daß diese mit sechs „signifikanten“ Stellen festgelegt werden, d.h. die Zahl der Nachkommastellen wird jeweils so ausgewählt, daß sich sechs von Null verschiedene Ziffern ergeben³⁰. Nach der Umrechnung zu diesen Kursen dürfen Beträge in Euro auf zwei Nachkommastellen und Beträge in nationalen Währungen auf die jeweils übliche kleinste Einheit gerundet werden³¹. Zum Übergangsszenario kann zumindest in Deutschland³² als sicher gelten, daß öffentliche Verwaltung, Finanzverwaltung und Sozialversicherungen erst mit dem Bargeldumtausch, also am Ende des Übergangszeitraums, auf den Euro umgestellt werden³³. Da eine späte Umstellung der öffentlichen Hand dazu beiträgt, daß Unternehmen und private Haushalte im Übergangszeitraum zunächst überwiegend weiter die nationale Währung verwenden³⁴, läßt sich zumindest für Deutschland festhalten, daß das Ausmaß einer Verwendung von Euro durch diese Gruppe im Übergangszeitraum voraussichtlich beschränkt bleiben dürfte.

³⁰ Zwar ist das *Verfahren* zur Festlegung der Umrechnungskurse nach wie vor offen (vgl. hierzu z.B. *Clausen, Willms* (1996, S. 4 - 7), *Deutsche Bank Research* (1996b), *Lehment* (1996), *Lehment, Scheide* (1995, S. 7 - 10, S. 13 - 14)). Für die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft besitzt diese Frage aber – im Gegensatz zu ihrer wirtschaftspolitischen Bedeutung und ihrer Bedeutung für die Kursentwicklung an den Märkten – kaum eine große Relevanz, zumal insbesondere der Vorschlag, zur Senkung der Kosten des Übergangs beispielsweise einen Umrechnungskurs von 1:1 zwischen Euro und DM (statt Korb – ECU) auszuwählen, bereits aus offensichtlichen politischen Gründen kaum Aussicht auf Erfolg haben dürfte (vgl. *Clausen, Willms* (1996, S. 5 - 6)).

³¹ Dabei ist die sogenannte kaufmännische Rundung anzuwenden. Die Art der Festlegung der Umrechnungskurse und die Rundungsfragen sind in den oben erwähnten EU-Ratsverordnungen zum Euro geregelt.

³² Dagegen soll beispielsweise in Belgien die Verwaltung bereits im Übergangszeitraum wahlweise in Euro oder in Belgischen Francs operieren bzw. diese im Verkehr mit der Verwaltung zulassen; in Frankreich soll zumindest die Steuerzahlung (nicht jedoch notwendigerweise die Steuererklärung) in Euro möglich sein, dagegen soll der Bereich der Rentenzahlungen und der Sozialversicherung erst im Jahre 2002 umgestellt werden.

³³ So wird es zumindest nach dem jetzigen Diskussionsstand in Deutschland erst im Jahre 2002 möglich sein, Steuern in Euro zu zahlen oder Steuererklärungen und Steuerbilanzen in Euro aufzustellen. Umstritten ist derzeit dagegen auch innerhalb der Bundesregierung, ob es durch eine Änderung des Paragraphen 244 HGB den Unternehmen ermöglicht werden soll, bereits im Übergangszeitraum eine Handelsbilanz in Euro aufzustellen.

³⁴ Solange beispielsweise Sozialversicherungsbeiträge durch den Arbeitgeber noch in nationaler Währung zu entrichten sind, werden die Unternehmen ihre Lohnbuchhaltung beziehungsweise die Zahlung von Löhnen und Gehältern kaum auf den Euro umstellen.

d) Konsequenzen für die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft

Für die Kreditwirtschaft ergibt sich aus dem soweit skizzierten Übergangsszenario, daß sie – im Gegensatz zu anderen Unternehmen, privaten Haushalten oder der öffentlichen Verwaltung – bereits zu Beginn der Währungsunion in der Lage sein muß, in erheblichem Maße Transaktionen in Euro auszuführen³⁵. Zwar wird immer wieder auf das Angebot der Zentralbanken verwiesen, denjenigen Kreditinstituten, die noch nicht auf den Euro vorbereitet seien, im Übergangszeitraum Konvertierungshilfen zur Umrechnung von Euro-Beträgen in die nationalen Währungen zur Verfügung zu stellen³⁶. Zumindest dort, wo im Geschäft mit Kunden die Möglichkeit, alle Produkte und Leistungen bereits ab 1. Januar 1999 in Euro anbieten zu können, Gegenstand des Wettbewerbs in der Kreditwirtschaft ist³⁷, ist es für die Kreditinstitute aber aus wettbewerbspolitischen Überlegungen nicht mehr möglich, sich allein auf diese Konvertierungshilfen zu verlassen. Darüber hinaus stellt sich das Problem der Konvertierung auch dann, wenn Notierung und Abrechnung an den Börsen einheitlich auf Euro umgestellt werden.

Obwohl in der Übergangsphase vermutlich der überwiegende Anteil der Geschäftsvorfälle weiter in nationalen Währungen abzuwickeln sein wird, werden die Institute der Kreditwirtschaft demnach gezwungen sein, in der dreijährigen Phase der parallelen Verwendung beider Währungsbezeichnungen gleichzeitig mit zwei Recheneinheiten zu arbeiten. Ab dem 1.1.1999 werden alle Operationen mit der Zentralbank sowie am Geldmarkt und an

³⁵ Vgl. *Bertuch-Samuels, Wolgast* (1996, S. 32 - 33), *Deutsche Bank Research* (1996a, S. 3 - 4). – In dieser Feststellung liegt auch die Begründung dafür, daß den Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft ein anderer Stellenwert für das Gelingen des Übergangs in die sogenannte „dritte Stufe“ der Währungsunion zukommt als etwa den Vorbereitungsarbeiten der Unternehmen, der öffentlichen Verwaltung oder der Privathaushalte.

³⁶ Diese Möglichkeit ist in dem in Madrid beschlossenen Übergangsszenario vorgesehen (vgl. *Europäischer Rat* (1996, S. 73), *Deutsche Bundesbank* (1996a, S. 60 - 61)); sie soll gegebenenfalls dazu dienen, diese Institute „vor eventuellen Wettbewerbsnachteilen zu schützen“ (*Deutsche Bundesbank* (1996a, S. 60)). Allerdings dürften die Konvertierungshilfen – wie im folgenden dargelegt wird – in der Praxis nicht ausreichen; da die Kreditinstitute daher gezwungen sind, in jedem Fall eigene Vorkehrungen zu treffen, entfällt auch die Notwendigkeit der Konvertierungshilfen. Insofern liegt der Verdacht nahe, das Angebot sei vor allem „politisch“ zu verstehen.

³⁷ Zwar ist dies in den meisten europäischen Ländern außerhalb Deutschlands gerade nicht der Fall; vielmehr wird dort vielfach in „Comités de Pilotage“ einvernehmlich zwischen Kreditwirtschaft und Zentralbank ein „Scénario de Place“ oder „Schéma de Place“ erarbeitet, das insbesondere oft auch vorsieht, die Verwendung des Euro durch private Nichtbanken nicht zum Gegenstand aggressiver Werbung zu machen. In Deutschland hat dagegen zumindest eine Großbank erkennen lassen, daß für sie die Einführung des Euro Gegenstand eines harten Wettbewerbs mit den anderen Kreditinstituten in Deutschland und in ganz Europa sei.

den Kapitalmärkten in Euro auszuführen sein; darüber hinaus wird sich in einem nur schwer abzuschätzenden Maß eine Nachfrage der Kunden nach allen Leistungen und Produkten in Euro ergeben. Umgekehrt werden ein – voraussichtlich überwiegender – Teil der Konten, Einlagen und Kredite sowie der gesamte Bargeldbereich oder der Bereich der Steuern und Sozialabgaben weiter auf nationale Währung lauten. Erschwerend kommt hinzu, daß bei der Umrechnung zwischen den beiden Recheneinheiten Rundungsdifferenzen entstehen, so daß eine beliebige Umrechnung zwischen Euro und nationalen Währungen aus rechtlichen Gründen – im Hinblick auf eine korrekte Wiedergabe von Beträgen gegenüber Kunden und in der Buchführung – nicht möglich erscheint.

Welche Umstellungsstrategie angesichts dieser breiten Parallelität der beiden Recheneinheiten als optimal anzusehen ist, dürfte auch von der geschäftspolitischen Ausrichtung der einzelnen Institute abhängen. In jedem Fall ist es für ein Kreditinstitut wenig sinnvoll, z.B. seine Aktiv-, Passiv- und Liquiditätssteuerung in verschiedenen Währungen abzuwickeln, selbst wenn diese zu festen, unveränderbaren Kursen umgerechnet werden können. Angesichts der Umstellung von Geldmarkt und Kapitalmärkten könnte insofern überlegt werden, das Treasury bereits zum 1. Januar 1999 auf Euro umzustellen; ob darüber hinaus noch weitere interne Bereiche bereits zu Beginn der Übergangsphase auf den Euro umgestellt werden sollten, muß dagegen fraglich erscheinen³⁸. Im übrigen erscheint es angesichts der Rundungsprobleme erforderlich, unabhängig von der jeweiligen internen Rechenwährung die jeweils in diese Währung konvertierten Beträge nachrichtlich festzuhalten, um ein Kumulieren von Rundungsdifferenzen zu vermeiden.

2. Geschäftspolitische Aspekte der Schaffung einer Europäischen Währungsunion

Das soweit skizzierte Übergangsszenario hat weit über den rein technischen Bereich hinaus auch erhebliche geschäftspolitische Auswirkungen. Zum einen verursacht der Übergang zu der einheitlichen Währung – wie in *Tabelle 1* ersichtlich – bei allen Instituten und Institutsgruppen erhebliche

³⁸ Als Faustregel könnte hier gelten, intern in einzelnen Bereichen im Übergangsprozeß jeweils in derjenigen Recheneinheit zu operieren, in der die überwiegende Zahl der einzelnen Vorfälle denominated ist. Insofern überzeugt es nicht, wenn die Behauptung vertreten wird (so z.B. auch von *Gaddum* (1996, S. 4)), die Kreditinstitute würden im Übergangsprozeß intern bereits ausschließlich in Euro abrechnen. Gegen eine frühe Umstellung des gesamten internen Rechenwerkes auf den Euro spricht neben dem Problem der Rundungsdifferenzen auch, daß die steuerliche und handelsrechtliche Bilanzierung in Euro erst im Jahre 2002 erfolgen kann.

Kosten³⁹, die von der Kreditwirtschaft selbst getragen werden müssen⁴⁰. Der hohe Investitionsbedarf und die Bindung von Kapazitäten in Zusammenhang mit dem Übergang zum Euro dürften nicht ohne Auswirkungen auf andere Geschäftsfelder bleiben. Zum anderen ist nicht auszuschließen, daß sich auch aus dem Wettbewerb zwischen den Kreditinstituten darum, den Kunden bereits im Übergangsprozeß möglichst frühzeitig ein breites Leistungsspektrum in Euro anbieten zu können, Veränderungen der Marktpositionen ergeben, die auch über den Übergangsprozeß hinaus Bestand haben. Besondere Herausforderungen ergeben sich in diesem Zusammenhang für die flächendeckenden Institutsgruppen⁴¹, für die aufgrund ihrer Größe, Dezentralität und Kundenstruktur die Belastungen und Kosten des Übergangsprozesses in einem ganz anderen Verhältnis zu den potentiellen Chancen und Vorteilen stehen als für europaweit agierende Großbanken mit einer Konzernstruktur. Da dieses Ungleichgewicht durch die breite Parallelität zweier Recheneinheiten im Übergangszeitraum noch erheblich verstärkt wird, erscheint es fraglich, ob das Szenario von Madrid tatsächlich dem vorab postulierten Kriterium der Wettbewerbsneutralität⁴² entspricht.

Gegenüber den somit bereits nicht unbeträchtlichen Wettbewerbsaspekten des Übergangs auf den Euro dürften die langfristigen geschäftspolitischen Auswirkungen der Schaffung eines einheitlichen Währungsraumes auf die Kreditwirtschaft sogar von noch erheblich größerer Bedeutung sein⁴³. Generell werden der Wegfall des Währungsrisikos⁴⁴ und die Angleichung der

³⁹ Die größten Kosten entfallen dabei auf die Umstellung der DV-Systeme; erhebliche Kosten verursacht daneben aber auch die Schulung von Mitarbeitern und die Information und Beratung von Kunden zur EWWU.

⁴⁰ So hat beispielsweise in Deutschland die Bundesregierung wiederholt erklärt, daß von ihr – abgesehen von der normalen steuerlichen Berücksichtigung von Kosten und Investitionen – im Hinblick auf die Belastungen durch den Übergang zum Euro keinerlei Unterstützung oder Begünstigung der Kreditinstitute zu erwarten sei.

⁴¹ In Deutschland sind dies vor allem die genossenschaftlichen Kreditinstitute (Volks- und Raiffeisenbanken) und die öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute (insbesondere die Sparkassen).

⁴² Vgl. bereits *Europäisches Währungsinstitut* (1995, S. 1, S. 11), ferner *Europäischer Rat* (1996, S. 62, S. 73). Auch das dort ebenfalls vorab postulierte Kriterium, die Anpassungskosten möglichst gering halten zu wollen, scheint in den Beratungen im Ergebnis gegenüber anderen Kriterien als nachrangig eingestuft worden zu sein.

⁴³ Allerdings ist dieser (strategische) Aspekt des Übergangs zum Euro Umfrageergebnissen (vgl. *Roland Berger & Partner GmbH* (1996)) zufolge von den meisten Kreditinstituten gegenüber den (operativen) Umstellungsanforderungen bisher in den Vorbereitungsarbeiten kaum berücksichtigt worden. Zu den langfristigen geschäftspolitischen Auswirkungen der Schaffung einer EWWU auf die Kreditwirtschaft vgl. *Bertuch-Samuels, Wolgast* (1996, S. 34 - 35), *Deutsche Bank Research* (1996a, S. 6 - 8), *Gaddum* (1996, S. 3 - 4) oder *Weber* (1996).

⁴⁴ Für die Kreditwirtschaft in Deutschland bedeutet dies, daß der geschäftspolitische Vorteil, der bisher in der Ankerwährungsfunktion der D-Mark bzw. der Stabili-

Tabelle 1

**Kosten der Vorbereitung auf die Europäische Währungsunion
bei ausgewählten Instituten und Institutsgruppen**

Name, Sitz des Instituts, der Institutsgruppe	Geschätzte Kosten der Vorbereitung auf die Europäische Währungsunion
<i>Deutschland</i>	
Deutsche Bank	250 - 350 Mio DM
Dresdner Bank	(100 -) 200 Mio DM
Bayerische Vereinsbank	150 Mio DM
DG Bank	120 - 150 Mio DM
Genossenschaftsbanken insgesamt	2 Mrd DM
Hamburger Sparkasse (Haspa)	50 - 70 Mio DM
Westdeutsche Landesbank (WestLB)	150 Mio DM
Sparkassenorganisation insgesamt	ca. 3 Mrd DM
<i>Europäische Union</i>	
Barclays Bank, Großbritannien	300 Mio Pfund (720 Mio DM)
ING Gruppe, Niederlande	200 Mio Gulden (180 Mio DM)
BNP, Frankreich	200 - 300 Mio DM
Crédit Lyonnais, Frankreich	1,5 - 2 Mrd FF (450 - 600 Mio DM)
Creditanstalt (CA), Österreich	500 Mio Schilling (70 Mio DM)
Société Générale, Frankreich	2,5 Mrd FF (750 Mio DM)
Postipankki, Finnland	150 Mio Finnmark (50 Mio DM)
Merita Gruppe, Finnland	200 Mio Finnmark (70 Mio DM)
Générale de Banque, Belgien	2 Mrd belgische Francs (100 Mio DM)

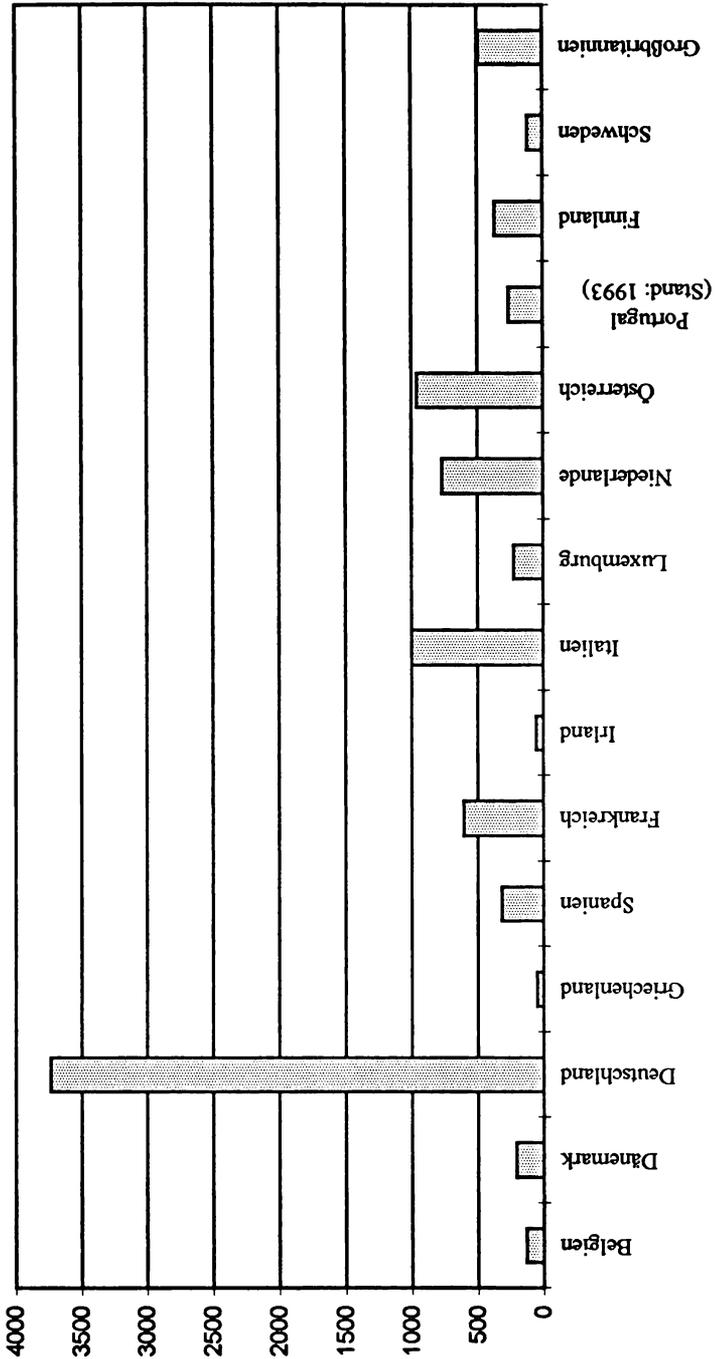
Quelle: Eigene Angaben der Institute bzw. Institutsgruppen; Pressemeldungen.

Zinssätze⁴⁵ zwischen den Teilnehmerländern den Wettbewerb in der Kreditwirtschaft erheblich verstärken; dies gilt insbesondere für den Bereich der Einlagen oder der Kreditvergabe, letztlich aber für das gesamte Leistungsspektrum im Bankgeschäft, soweit nicht einzelstaatliche Rechtsvorschriften

tät der D-Mark relativ zu anderen EU-Währungen gelegen hatte, in Zukunft entfällt bzw. auf den Euro und damit auf Kreditinstitute in weiteren Ländern ausgedehnt wird.

⁴⁵ Allerdings bestehen zumindest bis heute nach wie vor Unterschiede in der Zinsbesteuerung zwischen den einzelnen EU-Ländern; sollte die Zinsbesteuerung bis zum Beginn der Währungsunion nicht vereinheitlicht sein, so dürften hieraus erhebliche Wettbewerbsverzerrungen zwischen den betreffenden Ländern resultieren.

Abb. 1: Anzahl der Kreditinstitute in der Europäischen Union nach Mitgliedsländern (Stand: 1994)



Quelle: Eurostat (1996).

einen einheitlichen Markt auch bei einer einheitlichen Währung verhindern⁴⁶. Insgesamt ist im Euro-Währungsgebiet eine erheblich größere Transparenz der Konditionen zu erwarten; der Wettbewerb dürfte darüber hinaus aber auch über die Einführung neuer Produkte ausgetragen werden. Zwar wird der verstärkte Wettbewerb kaum zu einer vollständigen Angleichung der Strukturen in der Kreditwirtschaft in den Teilnehmerländern führen; vor allem in denjenigen EU-Ländern, in denen der Konzentrationsgrad in der Kreditwirtschaft aufgrund der gewachsenen Strukturen gering ist und die somit eine große Anzahl kleiner, unabhängiger Institute aufweisen (vgl. *Abbildung 1*)⁴⁷, dürfte der erheblich schärfere Wettbewerb aber insbesondere kleinere Institute vor eine harte Bewährungsprobe stellen. Neben den Kreditinstituten werden darüber hinaus aber auch die Börsen bzw. „Finanzplätze“ durch die Einführung des Euro einem erheblich schärferen Wettbewerb ausgesetzt sein; angesichts der gegenwärtig 32 Aktien- und 23 Terminbörsen in der EU wird allgemein erwartet, daß hier mit dem Beginn der EWWU ein erheblicher Konzentrationsprozeß einsetzen wird⁴⁸. Besonders betroffen dürften dabei die Rentenmärkte und der Bereich der Zins-Futures sein, der zur Zeit immerhin etwa zwei Drittel des Gesamtumsatzes an den europäischen Terminbörsen ausmacht⁴⁹.

Doch auch über diese allgemeinen Aussagen hinaus lassen sich bereits heute konkrete Veränderungen im Zusammenhang mit der Schaffung der Europäischen Währungsunion identifizieren, die langfristig erhebliche geschäftspolitische Auswirkungen mit sich bringen werden. So werden von der Ausgestaltung des geldpolitischen Instrumentariums der Europäischen Zentralbank (EZB)⁵⁰ erhebliche Auswirkungen auf die Struktur in der Kre-

⁴⁶ Neben rechtlichen Unterschieden dürften darüber hinaus aber auch Unterschiede in den Präferenzen und Gewohnheiten der Kunden in den einzelnen EU-Ländern weiterhin für nationale Differenzierungen sorgen.

⁴⁷ So waren in Deutschland 1994 3.736 Kreditinstitute tätig; demgegenüber betrug die Zahl der Kreditinstitute in Frankreich nur 606, in Großbritannien 485 und in der gesamten EU 9.261 Institute (vgl. *Eurostat* (1996)).

⁴⁸ Vgl. z.B. *Gaddum* (1996, S. 5) oder *Grünbichler* (1996).

⁴⁹ Mit der Schaffung eines einheitlichen Rentenmarktes in Euro ist offen, welcher Emittent in Zukunft die Rolle des Benchmark-Emittenten übernehmen wird; darüber hinaus wird bei der Emission von Renten das Verankerungsprinzip entfallen (vgl. z.B. *Deutsche Bank Research* (1996a, S. 6 - 7)). Ferner wird bei einem einheitlichen Geld- und Rentenmarkt in Euro (und damit einer weitgehenden Identität zwischen LIBOR, PIBOR oder FIBOR) voraussichtlich weder ein Bedarf an unterschiedlichen Referenzzinssätzen noch an der gegenwärtig in Europa noch vorhandenen Vielfalt an Zins-Derivaten bestehen (vgl. z.B. *BHF-Bank* (1996b)).

⁵⁰ Zwar wird die Entscheidung über das geldpolitische Instrumentarium der EZB erst im Frühjahr 1998 fallen, sobald die EZB errichtet und damit der EZB-Rat beschlußfähig ist. Bereits heute wird jedoch im Europäischen Währungsinstitut (EWI) intensiv über mögliche Optionen für das geldpolitische Instrumentarium der EZB beraten; das EWI hat angekündigt, im Januar 1997 einen entsprechenden Bericht zu

ditwirtschaft bzw. die geschäftspolitische Ausrichtung der einzelnen Institute ausgehen; als Beispiele seien hier der voraussichtliche Wegfall des Wechseldiskonts in Deutschland oder die Frage der Mindestreservepolitik der EZB genannt. Zwar soll die Offenmarktpolitik der EZB – ähnlich wie heute bei Wertpapierpensionsgeschäften der Deutschen Bundesbank üblich – einen großen Kreis von Kreditinstituten in die Auktionsverfahren einbeziehen und nicht etwa über ein Primärdealersystem erfolgen, wie es bis vor kurzem in Großbritannien praktiziert wurde. Dennoch werden in Deutschland durch den Wegfall des Diskonts eine Reihe von kleineren Instituten vom direkten Zugang zu Zentralbankgeld abgeschnitten; durch den Wegfall des günstigen Wechselkredits für Kunden und die höheren Refinanzierungskosten verschärft sich die Wettbewerbssituation für diese Institute erheblich. Die Mindestreservepolitik der EZB wird zu einheitlichen Mindestreservebestimmungen in den Teilnehmerländern an der Währungsunion führen; die Attraktivität einer Kreditvergabe an den Euromärkten, etwa am Bankplatz Luxemburg, wird somit entfallen. Inwieweit eine Mindestreserveverpflichtung dagegen einen Wettbewerbsnachteil gegenüber Finanzplätzen außerhalb der Währungsunion (gegebenenfalls etwa London) bedeutet, wie dies oft behauptet wird, hängt von der Art der Verzinsung der Mindestreserveguthaben bei der EZB ab⁵¹.

Mit dem Beginn der Währungsunion werden darüber hinaus für die Kreditwirtschaft eine ganze Reihe bisher profitabler Geschäftsfelder, wie z. B. ein Teil des Sorten- und Devisengeschäfts bzw. allgemein des Auslandsgeschäfts, entfallen⁵². In ganz besonderem Maße wird dabei der Auslandszahlungsverkehr sowohl innerhalb des Euro-Währungsgebietes als auch zwischen Euro-Währungsgebiet und Drittländern berührt sein. Aufgrund des von der Europäischen Zentralbank angebotenen Großbetragszahlungsverkehrssystems TARGET⁵³ wird es zumindest im grenzüberschreitenden Großbetragszahlungsverkehr in Zukunft für Kreditinstitute in Drittländern genügen, für das gesamte an TARGET angeschlossene Gebiet eine Geschäftsbeziehung zu einer einzigen Korrespondenzbank zu unterhalten;

veröffentlichen. Zum aktuellen Stand der Beratungen (Dezember 1996) vgl. z. B. *Europäisches Währungsinstitut* (1996, S. 53 - 58) oder *Krupp* (1996) in Verbindung mit *Deutsche Bundesbank* (1996c), *Gaddum* (1996, S. 3 - 4) oder *Zeitler* (1996).

⁵¹ Zumindest dann, wenn die Mindestreserveguthaben in voller Höhe (also einschließlich der Arbeitsguthaben) und zu einem marktnahen Zinssatz verzinst werden, ergeben sich kaum noch Wettbewerbsnachteile.

⁵² Auch in diesem Bereich ergeben sich je nach der bisherigen geschäftspolitischen Ausrichtung durchaus erhebliche Unterschiede in der konkreten geschäftspolitischen Bedeutung dieses Umstands für einzelne Institute.

⁵³ Eine übersichtsartige Darstellung zu dem oben in Zusammenhang mit dem Übergangsszenario von Madrid bereits angesprochenen TARGET-System enthält z. B. *Hartmann* (1996) oder *Deutsche Bundesbank* (1996b).

für den Großbetragszahlungsverkehr innerhalb der Kreditinstitute mit Zugang zu TARGET entfällt die Notwendigkeit der Pflege von Beziehungen zu Korrespondenzbanken sogar völlig⁵⁴. Zwar beschränkt sich das TARGET-System voraussichtlich auf den grenzüberschreitenden Großbetragszahlungsverkehr; aber auch im Massenzahlungsverkehr innerhalb des Euro-Währungsgebietes dürften sich langfristig erhebliche Veränderungen gegenüber dem heute in diesem Bereich vorherrschenden Korrespondenzbankensystem ergeben⁵⁵. Damit dürfte aber langfristig auch im Bereich des bisherigen Inlandszahlungsverkehrs bei den derzeit europaweit rund 60 Zahlungsverkehrssystemen – ähnlich wie bei den Börsen – ein Prozeß der Standardisierung, Vereinfachung und Beschleunigung einsetzen, der mit einem entsprechenden Preiswettbewerb und Konzentrationsprozeß einhergeht.

III. Anforderungen an die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft

1. Zahlungsverkehr/Datenverarbeitung

Die Anforderungen an die konkreten Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft betreffen insbesondere den Bereich des Zahlungsverkehrs und der Datenverarbeitung; in beiden Bereichen bringt das Übergangsszenario auf die einheitliche europäische Währung aufgrund der Parallelität von Euro und nationalen Währungen in dem voraussichtlich dreijährigen Übergangszeitraum erhebliche Komplikationen mit sich. Im Zahlungsverkehr stellt sich die Aufgabe, ab dem 1. Januar 1999 nicht nur Überweisungen in nationaler Währung, sondern auch in Euro ausführen zu können. Erschwerend kommt hinzu, daß als Service für Kunden auch die Möglichkeit bestehen muß, eine Überweisung in Euro auch auf einem noch auf die nationale Währung lautenden Konto gutzuschreiben und umgekehrt⁵⁶. Auf-

⁵⁴ Von besonderer geschäftspolitischer Bedeutung ist daher die – bis heute umstrittene – Frage, inwieweit auch Kreditinstituten in Ländern, die nicht an der Währungsunion teilnehmen, ein Zugang zu TARGET gewährt werden soll; insbesondere geht es dabei um Kreditinstitute in Großbritannien (vgl. hierzu etwa *BHF-Bank* (1996a)).

⁵⁵ Zunächst hängt dies davon ab, wie schnell es einzelnen Banken oder Bankengruppen gelingt, für das gesamte Währungsgebiet Massenzahlungsverkehrssysteme in Euro nach dem Muster des bisherigen Inlandszahlungsverkehrs zu etablieren, die gegenüber dem Korrespondenzbankensystem kostengünstiger ausfallen.

⁵⁶ Dies könnte vor allem deswegen tatsächlich in einem erheblichen Ausmaß notwendig werden, weil der Zahlungsverkehr – wie oben bereits erwähnt – einen Ausnahmehereich von dem Prinzip der Verwendung des Euro im Übergangsprozeß nur aufgrund von Parteienvereinbarung darstellt. Somit kann ein Schuldner eine Geldschuld in nationaler Währung auch dann in Euro überweisen, wenn der Gläubiger dem nicht ausdrücklich zugestimmt hat, da der Betrag durch die Kreditwirtschaft anschließend in DM gutgeschrieben werden kann.

grund der oben bereits angesprochenen Problematik der Rundungsdifferenzen bedeutet dies, daß – unabhängig von der jeweiligen Clearing-Währung, von der bzw. in die jeweils auf die andere Währung lautende Beträge konvertiert werden – jeweils nachrichtlich ein zweiter Betrag in der Datenverarbeitung weitergegeben werden muß (sogenannte „Zwei-Währungsfähigkeit“ des Zahlungsverkehrssystems)⁵⁷.

Unabhängig von der Verwendung des Euro im Übergangsprozeß ist im Zahlungsverkehr darüber hinaus in einer langfristigen Perspektive der Aufbau eines oder mehrerer europäischer Zahlungsverkehrssysteme nach dem Modell des bisherigen Inlandszahlungsverkehrs anzustreben. Zwar stehen dem heute noch erhebliche Hindernisse, insbesondere die mangelnde Vereinbarkeit von Normen und Standardisierungen im Zahlungsverkehr der einzelnen EU-Länder⁵⁸, entgegen. Dennoch dürften die einzelnen Institutsgruppen gut beraten sein, aus Wettbewerbsgründen intensiv an Lösungen für einen europäischen Zahlungsverkehr insbesondere im Bereich des Massenzahlungsverkehrs und eventuell – in Konkurrenz zu dem Großbetragszahlungssystem TARGET der EZB⁵⁹ – auch im Großbetragszahlungverkehr zu arbeiten.

Letztlich ist auch die Erarbeitung entsprechender Lösungen für den Zahlungsverkehr – neben dem geschäftspolitischen Aspekt der Erzielung entsprechender Übereinkünfte mit den jeweils anderen Beteiligten – von der Datenverarbeitung zu bewältigen. Darüber hinaus stellt sich aber für die Datenverarbeitung bezogen auf das einzelne Institut das Problem, daß im Übergangszeitraum auch in fast allen anderen Bereichen des jeweiligen Kreditinstituts – z. B. im Bereich der Girokonten, der Einlagen oder im Kreditgeschäft, aber auch intern⁶⁰ – ebenfalls mit zwei Währungen gleichzeitig

⁵⁷ Vgl. die Darstellung des in Deutschland vereinbarten Konzeptes für den Interbankenzahlungsverkehr im Übergangszeitraum bei *Arnold, Gutschmidt* (1996, S. 432 - 433) oder *Bertuch-Samuels, Wolgast* (1996, S. 34).

⁵⁸ Vgl. *Berndt* (1996), *Deutsche Bank Research* (1996a, S. 5). Im einzelnen fehlt es z. B. an einer „europäischen Bankleitzahl“; darüber hinaus sind Datenstrukturen und Produkte und Verfahren (z. B. das Lastschriftverfahren oder der beleglose Einzug von Schecks) bis heute europaweit noch sehr unterschiedlich ausgestaltet.

⁵⁹ Zwar soll „im Interesse eines fairen Wettbewerbs mit anderen grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrssystemen“ im TARGET-System das Prinzip kostendeckender Preise gelten (*Deutsche Bundesbank* (1996b, S. 21), *Hartmann* (1996, S. 299)); fraglich bleibt aber zunächst dennoch, inwieweit in diesem Bereich ein geschäftspolitischer Spielraum für profitable Großbetragszahlungssysteme der Kreditwirtschaft verbleiben wird.

⁶⁰ Zumindest in denjenigen Ländern, in denen ein koordiniertes Vorgehen bzw. eine entsprechende Vereinbarung der Kreditwirtschaft des jeweiligen Landes nicht möglich ist, wie z. B. in Deutschland, wird das Angebot sämtlicher Produkte und Leistungen in Euro ab dem 1. Januar 1999 zum Gegenstand des Wettbewerbs in der Kreditwirtschaft werden. Auch unabhängig von dem Angebot in Euro für Kunden

zu arbeiten und damit – aus den oben ausgeführten Überlegungen heraus – in diesen Bereichen ebenfalls eine „Zwei-Währungsfähigkeit“ herzustellen ist⁶¹. Da die meisten DV-Systeme derzeit nicht für eine Mehrwährungs-Funktionalität konzipiert sind, bedeutet dies in der Praxis einen enormen Umstellungsaufwand; für hochintegrierte Systemwelten fällt ein hoher Aufwand durch die Komplexität der Strukturen an, für stark fragmentierte Systemwelten durch Schnittstellen- und Systemanpassungen⁶². Insbesondere sind dabei auch die – oben bereits angesprochenen – rechtlichen Bedingungen für die Konvertierung zwischen den beiden Recheneinheiten zu beachten, insbesondere also die Verwendung des (nicht vorab gerundeten) Umrechnungskurses mit allen sechs signifikanten Stellen⁶³ und die Anwendung der kaufmännischen Rundung bei der Abrundung der Beträge auf zwei Nachkommastellen beim Euro bzw. auf die jeweils üblichen kleinsten Währungseinheiten bei nationalen Währungen⁶⁴.

2. Schulung der Mitarbeiter, Beratung von Kunden

Ein weiterer Schwerpunkt der Vorbereitungsanforderungen auf die Europäische Währungsunion liegt für die Kreditinstitute und – institutsgruppen im Bereich der Kommunikation; dabei geht es zum einen um die interne Kommunikation (Mitarbeiterschulung) und zum anderen um die externe Kommunikation (Information und Beratung von Kunden zur Europäischen Währungsunion). Zwar war bereits im Grünbuch der EU-Kommission⁶⁵ die Notwendigkeit der Aufklärung und Beratung der breiten Öffentlichkeit zu

müssen die Kreditinstitute aber ab 1. Januar 1999 – wie oben dargelegt – in vielen Bereichen mit zwei Währungen gleichzeitig arbeiten.

⁶¹ Die teilweise diskutierte sogenannte „maskierte“ Lösung, bei der nach innen lediglich mit einer einzigen Recheneinheit operiert und diese lediglich bei Bedarf nach außen konvertiert wird, erscheint dagegen – auch wenn sie mit Sicherheit erheblich kostengünstiger wäre als die Herstellung einer vollen Zweiwährungsfähigkeit in fast allen Bereichen – im Hinblick auf die oben dargelegte Rundungsproblematik rechtlich nicht zulässig.

⁶² Insbesondere mit der Parallelität der beiden Recheneinheiten im Übergangsprozeß erklären sich somit auch die oben erwähnten langen Vorlaufzeiten für die Umstellung der Datenverarbeitung und der ebenfalls bereits angeführte hohe Kostenaufwand der Umstellung vor allem in diesem Bereich. Allerdings wären auch bei einer „einfachen“ Währungsumstellung Vorlaufzeiten und Kosten im DV-Bereich nicht unerheblich gewesen.

⁶³ Da der Umrechnungskurs erst am ersten Tag der sogenannten „dritten Stufe“, also am 1. Januar 1999, bekannt sein wird, muß in der Datenverarbeitung vorläufig ein entsprechender Platzhalter programmiert werden.

⁶⁴ Nicht ausdrücklich geregelt ist dagegen, an welcher Stelle (einzelne Summanden oder Gesamtbetrag) konvertiert und damit gerundet werden darf; damit dürfte sich allerdings diesbezüglich ein Wahlrecht ergeben.

⁶⁵ Vgl. *Europäische Kommission* (1995, S. 72 - 81).

allen Fragen der EWWU hervorgehoben worden, da nur so eine breite Unterstützung in der Bevölkerung und die Einleitung der notwendigen Vorbereitungsarbeiten zu erreichen sei; trotz der Einleitung entsprechender Kampagnen durch die EU-Kommission und die nationalen Regierungen⁶⁶ bleibt die Aufklärung und Beratung der Bürger und Privatkunden, aber auch institutioneller Kunden wie der Unternehmen oder der Kommunen bis hin zu praktischen Fragen der notwendigen Vorbereitungsarbeiten auf den Beginn der EWWU bis heute in hohem Maße der Kreditwirtschaft überlassen⁶⁷.

Die Notwendigkeit für die Kreditwirtschaft, auch tatsächlich entsprechende Informationsangebote vorhalten zu müssen, resultiert dabei vor allem aus einer Reihe von geschäftspolitischen Erwägungen. Grundsätzlich besteht in einer anspruchsvollen Beratung der Kunden zum Euro für die Kreditinstitute die Chance, ihre Kompetenz unter Beweis zu stellen und damit Kundenvertrauen und Kundenbindung weiter zu festigen⁶⁸. Hinzu kommt aber, daß auch im Bereich der Kommunikation der Übergang zu der europäischen Währung im Wettbewerb zwischen Instituten und Institutsgruppen erfolgt, so daß es sich einzelne Institute bereits aus Wettbewerbsgründen kaum erlauben können, auf ein Kommunikationsangebot für Kunden zur EWWU ganz zu verzichten. Von besonderer geschäftspolitischer Bedeutung in Zusammenhang mit der Kommunikation zur EWWU ist ferner der gesamte Bereich der Anlageberatung⁶⁹.

Eine Beratung von Kunden ist kaum durchführbar, ohne daß die Kundenberater zuvor eine entsprechende Kompetenz erworben haben. Über diese – zahlenmäßig bereits erhebliche – Notwendigkeit einer Schulung der Mitar-

⁶⁶ So hat die Europäische Kommission im Januar 1996 mit großem Aufwand in Brüssel einen „Runden Tisch“ unter Beteiligung der nationalen Regierungen und der Verbände als Auftaktveranstaltung für die Kommunikationskampagnen zum Euro stattfinden lassen (*Europäische Kommission* (1996)); zum Konzept der Öffentlichkeitsarbeit der Bundesregierung in Deutschland vgl. *Presse- und Informationsamt der Bundesregierung* (1996).

⁶⁷ Vgl. *Bertuch-Samuels, Wolgast* (1996, S. 32 - 33), *Deutsche Bank Research* (1996a, S. 5), *Pelzer* (1996), *Wolgast* (1996); auch weiterhin dürfte die Aufklärungsarbeit zum Euro von der Kreditwirtschaft zu leisten sein.

⁶⁸ Zwar werden auch in diesem Bereich die flächendeckenden Institutsgruppen, also insbesondere Sparkassen oder kleine genossenschaftliche Institute, aufgrund ihrer Kundenstruktur infolge der Beratung von Millionen von Kunden gegenüber etwa den Großbanken erheblich höhere Kosten zu tragen haben. Das Einbringen eines weitgespannten Geschäftsstellennetzes im Rahmen der Realisierung eines anspruchsvollen Beratungskonzeptes für Kunden kann aber auch einen Vorteil im Wettbewerb zwischen den Institutsgruppen bedeuten.

⁶⁹ Insbesondere in Deutschland müssen die Anlageberater in der Lage sein, die wichtigsten Argumente gegen eine Flucht aus der D-Mark in andere Hartwährungen oder in Sachwerte überzeugend vorbringen zu können.

beiter hinaus müssen aber auch diejenigen Mitarbeiter, die die Vorbereitungsarbeiten in den einzelnen Instituten organisieren, koordinieren und ausführen sollen, zeitnah über die jeweils relevanten Aspekte informiert werden⁷⁰. Angesichts des Ausmaßes der Aufgabe und der Knappheit der Zeit stellt die interne Kommunikation zum Euro neben der Datenverarbeitung unter den Vorbereitungsanforderungen auf einen Beginn der Europäischen Währungsunion zum 1. Januar 1999 somit eine der größten Herausforderungen dar.

3. Organisation, Strukturierung der Vorbereitungsarbeiten

Über die bisher angesprochenen Bereiche hinaus stellt der Übergang zu der Europäischen Währungsunion die Bankorganisation vor eine Reihe weiterer Anpassungserfordernisse in den unterschiedlichsten Bereichen⁷¹; Ziel muß es daher für das einzelne Kreditinstitut zunächst sein, mit einer fachübergreifenden Bestandsaufnahme alle Maßnahmen zu identifizieren, die aufgrund von Umstellungserfordernissen offensichtlicher oder verdeckter Natur zu ergreifen sind. Neben der Frage nach dem geeigneten Zeitpunkt der Umstellung des internen Rechnungswesens sind dabei der gesamte Prozeß der Leistungserstellung sowie die direkt und indirekt damit verbundenen Bereiche zu berücksichtigen⁷². Im einzelnen reichen die notwendigen Maßnahmen von der Umstellung des Meldewesens⁷³ über die Vorbereitung neuer Belege, Vordrucke und Urkunden bis hin zur Anschaffung neuer Zählbretter und -fächer für das europäische Bargeld bzw. zur Vorbereitung des Bargeldumtauschs, wobei hinzukommt, daß bis heute eine Reihe für die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft wichtiger Informationen noch aussteht⁷⁴.

Angesichts der knappen personellen und finanziellen Ressourcen und des hohen Termindrucks ist ein straff organisiertes Gesamtprojektmanagement in den einzelnen Instituten unerlässlich; insbesondere ist dabei eine Zusammenarbeit zwischen Fachabteilungen, Organisationsabteilung und DV-Abteilung noch wichtiger als ohnehin in der Projektarbeit⁷⁵. Grundsätzlich emp-

⁷⁰ Arnold, Gutschmidt (1996, S. 433).

⁷¹ Vgl. bereits die Übersicht in *Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Sparkasse Aachen* (1995, S. 6 - 24).

⁷² Arnold, Gutschmidt (1996, S. 432), Pelzer (1996).

⁷³ Zum Stand der Vorbereitungen im Bereich der Statistikharmonisierung vgl. *Deutsche Bundesbank* (1996d).

⁷⁴ So stehen bis heute konkrete Informationen über die technische Beschaffenheit der Banknoten und Münzen in Euro nicht zur Verfügung; auch die Modalitäten des Bargeldumtauschs bzw. die Frage, ob es zu einer Phase eines doppelten Bargeldumlaufs kommen soll, sind in den meisten EU-Ländern bis heute nicht geklärt.

⁷⁵ Pelzer (1996).

fiehlt es sich, in den Instituten entsprechende Arbeitsgruppen einzurichten und verantwortliche Projektkoordinatoren zu benennen. Darüber hinaus kann in denjenigen Ländern, in denen in „Comités de Pilotage“ einvernehmlich zwischen Kreditwirtschaft und Zentralbank ein „Scénario de Place“ oder „Schéma de Place“ erarbeitet wird, seitens der einzelnen Institute auf entsprechende Vorarbeiten zurückgegriffen werden; in Ländern, in denen dies nicht durchgehend der Fall ist, wie z.B. in Deutschland, sollte zumindest innerhalb der Institutsgruppen der Versuch unternommen werden, durch eine Kooperation unnötige Doppelarbeit zu vermeiden.

IV. Stand der Vorbereitungen

1. *Stand der Vorbereitungen in Deutschland*

Grundsätzlich besteht insbesondere für Deutschland bei dem Versuch, Aussagen zum Stand der Vorbereitungsarbeiten zu treffen, die Schwierigkeit, daß die entsprechenden Angaben der einzelnen Institute oder Institutsgruppen angesichts der geschäftspolitischen Bedeutung des Wettbewerbs um Kunden im Übergangsprozeß und aus allgemeinen geschäftspolitischen Erwägungen stets nur allgemein gehalten sind und insbesondere im Hinblick auf mögliche Defizite nicht unbedingt zuverlässig sein dürften⁷⁶; die folgenden Ausführungen konzentrieren sich daher zunächst auf einige gesicherte Aussagen zu Ausnahmebereichen und greifen im übrigen auf entsprechende Angaben aus der Presse zurück.

Einen Ausnahmebereich zu dem Prinzip des Wettbewerbs zwischen Instituten und Institutsgruppen im Übergang auf den Euro stellt naturgemäß der Bereich des zwischenbetrieblichen Zahlungsverkehrs und damit verbunden des Anschlusses der deutschen Kreditinstitute an das – oben bereits erwähnte – Großbetragszahlungsverkehrssystem TARGET der Europäischen Zentralbank (EZB) dar. Im Bereich des zwischenbetrieblichen Inlandszahlungsverkehrs besteht in Deutschland eine Übereinkunft zwischen den Spitzenverbänden der Kreditwirtschaft und der Deutschen Bundesbank, die – entsprechend der oben dargelegten Anforderung der „Zweiwährungsfähigkeit“ der Zahlungsverkehrssysteme in dem Übergangszeitraum – vorsieht, daß zusätzlich zu der jeweiligen Clearing-Währung (zunächst noch DM, dann Euro), in die bzw. aus der Beträge gegebenenfalls konvertiert werden,

⁷⁶ Zwar besteht eine derartige Wettbewerbssituation in den anderen EU-Ländern nicht. Da die Vorbereitungsarbeiten auf die Europäische Währungsunion aber darüber hinaus auch eine politische Dimension besitzen, dürften auch die Angaben der Institute und Institutsgruppen aus den anderen EU-Ländern zum jeweiligen Stand der Vorbereitungsarbeiten jeweils eher etwas zu optimistisch ausfallen.

im Datenträgeraustausch gegebenenfalls jeweils auch der Betrag in der anderen Währung nachrichtlich weitergegeben wird⁷⁷; die Umsetzung des Konzeptes ist inzwischen relativ weit fortgeschritten. Gleichzeitig arbeiten die Spitzenverbände der Kreditwirtschaft derzeit mit der Deutschen Bundesbank im Rahmen eines sogenannten „Migrationskonzeptes Inlandszahlungsverkehr“ an den technischen Voraussetzungen, um die Systeme der elektronischen Öffnung (Elektronische Abrechnung Frankfurt (EAF-2), Elektronischer Schalter (ELS)) als „Eingang“ zu dem europaweiten TARGET-System der EZB nutzen zu können.

Zu dem entsprechenden Stand der Vorbereitungen in den internen Zahlungsverkehrssystemen der Institute und Institutsgruppen und zum Stand der Vorbereitungen in der Datenverarbeitung liegen – abgesehen von der allgemeinen Angabe der Institute und Institutsgruppen, die Vorbereitungsarbeiten würden rechtzeitig zum 1. Januar 1999 abgeschlossen sein⁷⁸ – keine exakten Angaben vor; allerdings haben Umfrageergebnissen zufolge bis heute erst 35 Prozent der deutschen Kreditinstitute eine Strategie für die Währungsumstellung erarbeitet und die abschätzbaren Mittel für die Umstellung der EDV bereitgestellt⁷⁹. Auch zum Stand der internen organisatorischen Vorbereitungen oder zu dem Bereich der Mitarbeiterschulung liegen kaum konkrete Informationen der einzelnen Institute und Institutsgruppen vor⁸⁰. Neben der Schaffung von Arbeitsstrukturen in den einzelnen Instituten sind auf der Ebene der einzelnen Spitzenverbände der Kreditwirtschaft Arbeitsgruppen gebildet worden, in denen unterschiedliche Aspekte

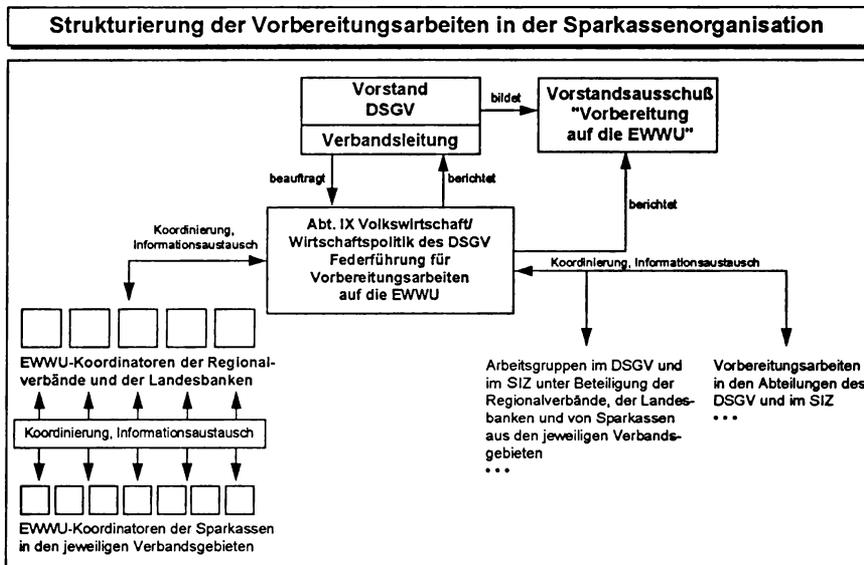
⁷⁷ Zu der Rahmenvereinbarung zwischen den Spitzenverbänden der Kreditwirtschaft und der Deutschen Bundesbank bzw. dem sogenannten „Zwei-Betragsfeld-Konzept“ für den Zahlungsverkehr im Übergang zur Europäischen Währungsunion vgl. *Arnold, Gutschmidt* (1996, S. 432 - 433), *Berndt* (1996) oder *Bertuch-Samuels, Wolgast* (1996, S. 34).

⁷⁸ Übereinstimmend wird dies von den Vertretern der Spitzenverbände gegenüber der Politik oder in den Pressekonferenzen der einzelnen Institute und Institutsgruppen angegeben. Auch in einer kürzlich von der Cap Gemini Sogeti, einem Partnerunternehmen der Debit Systemhaus GmbH, in Auftrag gegebenen Befragung zum Stand der Vorbereitungsarbeiten bei den Kreditinstituten in der EU gaben die deutschen Kreditinstitute ohne Ausnahme jeweils an, die Vorbereitungsarbeiten würden termingerecht abgeschlossen werden.

⁷⁹ Dieses Ergebnis resultiert ebenfalls aus der kürzlich im Auftrag der Cap Gemini Sogeti durchgeführten Befragung (vgl. *Pelzer* (1996)). Sofern die Angaben zutreffen und die Vorlaufzeiten für die Umstellung der EDV tatsächlich – wie oben angeführt – rund drei Jahre betragen, würde eine termingerechte DV-Umstellung somit in Frage gestellt.

⁸⁰ Zur Mitarbeiterschulung wird allgemein von einer Information der Mitarbeiter über Mitarbeiterzeitschriften, hausinterne Informationen oder Informationsbroschüren sowie von hausinternen Schulungsveranstaltungen und Schulungsseminaren für Mitarbeiter berichtet.

Abb. 2: Strukturierung der Vorbereitungsarbeiten in der deutschen Sparkassenorganisation



DSGV = Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V., Bonn
 SIZ = Informationszentrum der Sparkassenorganisation

© DSGV

Quelle: Deutscher Sparkassen- und Giroverband.

der Vorbereitung auf den Euro thematisiert werden⁸¹; als ein Beispiel für die Koordinierung der Vorbereitungsarbeiten in einer dezentralen Institutsgruppe kann dabei etwa die Strukturierung der Vorbereitungsarbeiten in der deutschen Sparkassenorganisation (vgl. *Abbildung 2*) dienen. Ferner haben die Verbände den Mitgliedsinstituten Leitfäden für die organisatorischen Umstellungsmaßnahmen zur Verfügung gestellt⁸².

⁸¹ So bestehen derartige Arbeitsgruppen zur Koordinierung der Vorbereitungsarbeiten auf den Euro beim Bundesverband deutscher Banken (BdB), beim Deutschen Sparkassen- und Giroverband (DSGV), beim Bundesverband der Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR) sowie beim Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands (VöB).

⁸² So hat der Bundesverband deutscher Banken (BdB) einen über 600 Seiten starken Leitfaden erarbeitet, der im Frühjahr 1996 fertiggestellt und den Mitgliedsinstituten zur Verfügung gestellt wurde (vgl. *Arnold, Gutschmidt* (1996, S. 434)); die anderen Verbände – und auch Kreditinstitute aus dem Ausland – haben den Leitfaden zur Nutzung für sich bzw. ihre Mitglieder vom BdB erworben. Der Deutsche Sparkassen- und Giroverband (DSGV) wird den Sparkassen im Frühjahr 1997 ein sparkasseninternes Handbuch für die organisatorische Umstellung in den Sparkassen zur Verfügung stellen.

Einen Schwerpunkt der Vorbereitungsarbeiten in der deutschen Kreditwirtschaft stellt der Bereich der Information und Beratung von Kunden zur Europäischen Währungsunion dar⁸³. Angesichts der gerade in Deutschland kritischen Fragen der Bürger und damit der Privatkunden bzw. der Anleger und des Beratungsbedarfs etwa bei Firmenkunden haben nicht nur die Sparkassenorganisation und die genossenschaftliche Institutsgruppe, sondern auch die drei Großbanken und andere Institute der Gruppe der privaten Geschäftsbanken und darüber hinaus auch einzelne Mitgliedsinstitute der öffentlich-rechtlichen und der genossenschaftlichen Institutsgruppe eine heute kaum mehr übersehbare Fülle entsprechender Informationsbroschüren aufgelegt⁸⁴. Darüber hinaus führen die Kreditinstitute Informationsveranstaltungen und Seminare für Kunden zur Europäischen Währungsunion⁸⁵ durch⁸⁶.

2. Stand der Vorbereitungen in der EU

Als ein Ergebnis der oben bereits erwähnten, im Auftrag der Cap Gemini Sogeti durchgeführten Umfrage bei den Kreditinstituten in der EU zum Stand der Vorbereitungsarbeiten auf die Europäische Währungsunion⁸⁷ war auch festzuhalten, daß die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft in der EU insgesamt nicht so weit fortgeschritten waren wie in Deutschland. Zwar waren in der EU insgesamt noch 91 Prozent der Kreditinstitute (gegenüber 100 Prozent in Deutschland) der Ansicht, die Vorbereitungsarbeiten rechtzeitig abschließen zu können; 54 Prozent der Kreditinstitute hatten aber eine Umstellungsstrategie noch nicht definiert und nur 15 Prozent (gegenüber 35 Prozent in Deutschland) bereits die erforderlichen Mittel

⁸³ Als ein Beispiel ist hier das umfassende Kommunikationskonzept der deutschen Sparkassenorganisation zur Europäischen Währungsunion (vgl. *Wolgast* (1996)) zu nennen.

⁸⁴ Als „Marktführer“ in diesem Bereich sowohl im Hinblick auf die Breite des angebotenen Spektrums als auch die erzielte Auflagenhöhe von über 4 Mio. Exemplaren allein bei den im Deutschen Sparkassen- und Giroverband (DSGV) erarbeiteten Broschüren (vgl. *Wolgast* (1996)) ist dabei wohl die deutsche Sparkassenorganisation anzusehen.

⁸⁵ So sind beispielsweise 1996 allein in den Sparkassen über 1.000 Kundenveranstaltungen zum Thema Europäische Währungsunion durchgeführt worden (*Wolgast* (1996)).

⁸⁶ Neben der Nutzung der „klassischen“ Kommunikationsmedien des individuellen Beratungsgesprächs oder der Informationsbroschüre und -veranstaltung werden im Rahmen der Kommunikation zum Euro auch Telefonaktionen für Kunden oder Anzeigenwerbung eingesetzt; viele Informationsbroschüren wurden darüber hinaus in das Internet eingespeist.

⁸⁷ Insgesamt wurden 205 Kreditinstitute in den 15 Mitgliedsländern der EU befragt.

zur Verfügung gestellt. Dieses Ergebnis läßt sich auch damit erklären, daß für eine Reihe von Ländern – im Gegensatz zu Deutschland – keineswegs sicher ist, daß sie von Beginn an zu den Teilnehmerländern an der Währungsunion gehören würden; diese Unsicherheit könnte in den entsprechenden Ländern die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft belasten.

Im Vergleich zwischen den Vorbereitungsarbeiten in Deutschland und in der EU insgesamt liegt ein weiterer Unterschied darin, daß in den anderen EU-Ländern überwiegend die Übereinkunft besteht, die Einführung des Euro nicht zum Gegenstand des Wettbewerbs in der Kreditwirtschaft zu machen, sondern vielmehr in „Comités de Pilotage“ einvernehmlich zwischen Kreditwirtschaft, nationaler Zentralbank und Regierung für den Übergang auf den Euro ein „Schéma de Place“, also ein koordiniertes Übergangsszenario, abzustimmen. So haben in Frankreich die Verbände der Kreditwirtschaft (AFEC, AFB) in einem „Comité de Coordination“ bzw. in einer Reihe von Arbeitsgruppen gemeinsam mit den Verantwortlichen der Banque de France⁸⁸ für Frankreich zeitlichen Ablauf und Umstellungsanforderungen des Übergangs auf den Euro weiter konkretisiert⁸⁹; nach wie vor besteht dabei das Ziel, die Verwendung des Euro im Übergangszeitraum durch private Haushalte oder kleine und mittlere Unternehmen auf Ausnahmebereiche zu beschränken⁹⁰. In Belgien koordinieren die 144 belgischen Banken innerhalb des belgischen Bankenverbandes, dem auch die 20 belgischen Sparkassen angehören, ihre Strategie für den Übergang auf den Euro; gleichzeitig arbeiten sie in einem Sonderausschuß zusammen mit der Nationalbank und dem Finanzministerium gemeinsam an der Definition des Übergangsszenarios für Belgien. In Österreich erfolgt die Koordination der Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft zum einen im Rahmen

⁸⁸ Zur Aufgabenstellung dieser Gruppen vgl. bereits *Simon* (1996, S. 75 - 76).

⁸⁹ Die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft werden ferner auf nationaler Ebene im Rahmen des von der französischen Regierung geschaffenen „Nationalkomitees für den Euro“ unter Vorsitz des französischen Wirtschafts- und Finanzministers (vgl. *Arthuis* (1996, S. 3 - 4)) auch mit den Vorbereitungsarbeiten der anderen Beteiligten koordiniert.

⁹⁰ Vgl. hierzu bereits *Simon* (1996, S. 75). Allerdings herrscht in diesem Punkt zur Zeit in der französischen Kreditwirtschaft eine gewisse Unsicherheit. Zwar ließe sich das Prinzip des „offering, but not encouraging“ („ni freinage, ni accélération“) bezüglich der Verwendung des Euro durch Private im Übergangsprozeß – im Gegensatz zu Deutschland – durchaus einhalten, da bei allen Beteiligten die Bereitschaft zu einer entsprechenden informellen Absprache vorhanden ist. Darüber hinaus haben die Kreditinstitute in Frankreich erkannt, daß eine breite Parallelität zweier Recheneinheiten im Übergangsprozeß erhebliche zusätzliche Probleme und Kosten verursachen würde. Dem steht aber entgegen, daß nach dem Übergangsszenario von Madrid eine Verwendung des Euro bereits ab 1999 niemand verwehrt werden kann und daß gerade die französische Politik im Vorfeld des Gipfels von Madrid auf dieser Möglichkeit bestanden hatte.

des österreichischen Wirtschaftskammersystems in einem bei der Wirtschaftskammer Österreich angesiedelten „Arbeitskreis EWWU“, vor allem aber in der „Plattform Bundeskreditsektion“ mit zahlreichen Unterarbeitsgruppen, die dem beim Bundesminister für Finanzen eingerichteten „Runden Tisch“ zugeordnet ist. In Großbritannien hat die Bank of England gemeinsam mit dem britischen Bankenverband (BBA), dem Verband für den Zahlungsverkehr (APACS) und dem Londoner Investmentbanking-Verband (LIBA) einen Ausschuß gegründet, der wesentliche Fragen der Umstellung behandelt.

Hinsichtlich des konkreten Stands der Vorbereitungsarbeiten in den Bereichen Zahlungsverkehr/Datenverarbeitung, Kommunikation und Organisation/Strukturierung der Vorbereitungsarbeiten, aber auch hinsichtlich der gewählten Ansätze ergeben sich – soweit angesichts der oben dargelegten Problematik überhaupt Informationen vorliegen – zwischen den einzelnen EU-Ländern erhebliche Unterschiede. In einer Reihe von Ländern wird – entgegen dem Ansatz in Deutschland – die Notwendigkeit einer Mehrwährungsfähigkeit in allen Bereichen des Kreditgeschäfts im Übergangszeitraum vermieden, indem Übereinkünfte in der Kreditwirtschaft getroffen werden, in welchen Bereichen bzw. ab wann bereits in der Übergangsphase ausschließlich Euro und in welchen Bereichen bzw. bis wann dagegen noch ausschließlich die nationale Währungseinheit verwendet werden soll⁹¹. In Österreich ist – abweichend von der Lösung in Deutschland – für den Zahlungsverkehr im Übergangszeitraum in der „Studiengesellschaft für Zahlungsverkehr“ (STUZZA) vereinbart worden, zwar vom 1. Januar 1999 an Überweisungen in Schilling und in Euro anzubieten, im Clearing dabei aber jeweils die Auftragswährung weiterzugeben, die erst beim kontoführenden Institut des Empfängers gegebenenfalls umgerechnet wird⁹². Für den Großbetragszahlungsverkehr wird bereits Mitte 1997 mit dem RTGS-System ARTIS⁹³ ein Großbetragszahlungsverkehrssystem in Betrieb genommen, das zum 1. Januar 1999 lediglich auf Euro umgestellt werden muß und dann als „Eingang“ zu dem TARGET-System genutzt werden kann. Aus Frankreich wird berichtet, überall in der Kreditwirtschaft seien inzwischen auf hoher Ebene Verantwortliche für die Vorbereitungsarbeiten benannt und Arbeits-

⁹¹ Vgl. hierzu bzw. zu den Faktoren, die die unterschiedlichen Ansätze in den einzelnen EU-Ländern bedingen, *Bini Smaghi* (1996, S. 3 - 4).

⁹² Eine Zweiwährungsfähigkeit wird somit nicht angestrebt; vielmehr wird parallel zu dem Clearing in Schilling ein Clearing in Euro eingerichtet; mit dem Jahre 2002 entfällt dann das „alte“ Zahlungsverkehrssystem in Schilling. Da in diesem Modell eine Rückkonvertierung nicht erforderlich wird, treten unerlaubte Rundungsdifferenzen nicht auf.

⁹³ Unter einem Real-Time Gross Settlement-(RTGS-)System wird generell ein Echtzeit-Brutto-Zahlungsverkehrssystem verstanden. Der Name ARTIS steht für „Austrian Real-Time Interbank System“.

gruppen gebildet worden⁹⁴; im übrigen reichten die Vorbereitungsarbeiten von der Vorbereitung neuer Scheckbücher mit Euro-Symbol bis zu Seminaren für Firmenkunden und der Ausgabe von Broschüren für die Öffentlichkeit⁹⁵. Auch in Belgien und in den Niederlanden sollen die Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft Presseberichten zufolge bereits sehr weit vorangekommen sein.

Gegenüber diesen Fortschritten wird aus Italien und Großbritannien eher von Defiziten in den Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft auf die Europäische Währungsunion berichtet⁹⁶. Zwar sind nach Angaben des italienischen Bankenverbandes (ABI) bereits Ende 1995 Arbeitsgruppen eingerichtet worden; entsprechende Arbeitsgruppen bestünden auch bei der Banca d'Italia oder bei dem italienischen Sparkassenverband (Accri). Mit den konkreten Vorbereitungsarbeiten habe aber ein Großteil der Kreditinstitute noch nicht einmal begonnen⁹⁷. In Großbritannien treffen nach eigenen Angaben⁹⁸ 82 Prozent der Unternehmen in der Kreditwirtschaft überhaupt keine Vorbereitungen auf einen Beginn der Europäischen Währungsunion zum 1. Januar 1999⁹⁹; ein Großteil der Institute rechnet dementsprechend mit Schwierigkeiten, falls es tatsächlich zum 1. Januar 1999 zu einer Europäischen Währungsunion kommen sollte¹⁰⁰. Demgegenüber vertritt aller-

⁹⁴ So haben beispielsweise die 34 französischen Sparkassen nicht nur auf der Instutusebene Verantwortliche (chefs de projet) benannt, sondern – ähnlich wie die deutsche Sparkassenorganisation – auch im Verbund (CENCEP) Arbeitsgruppen (groupes métiers) und entsprechende Koordinierungsmechanismen (federführende Arbeitsgruppe (pilote national) und Koordinationsauschuß (comité de coordination)) geschaffen.

⁹⁵ So haben die französischen Sparkassen in Zusammenarbeit mit der Supermarktkette M. E. Leclerc 500.000 Broschüren zur Europäischen Währungsunion an Bürger verteilt.

⁹⁶ Vor allem aus denjenigen Ländern, die voraussichtlich nicht zu den Teilnehmerländern an der Währungsunion zum 1. 1. 1999 gehören werden, nämlich aus Dänemark, Griechenland, Portugal, Schweden und aus Spanien, aber auch aus Finnland, Irland und Luxemburg liegen den Verfassern zu den Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft auf einen Beginn der Europäischen Währungsunion zum 1. 1. 1999 keine Informationen vor.

⁹⁷ Zur Begründung für diesen an sich besorgniserregenden Verzug bei den Vorbereitungsarbeiten verweist der Bankenverband auf die nach wie vor bestehende Unsicherheit über eine mögliche Teilnahme Italiens an der Währungsunion bereits zum 1. Januar 1999.

⁹⁸ Die Angaben erfolgten im Rahmen einer im Auftrag der Futures and Options Association (FAO) durch die Firma Price Waterhouse 1996 durchgeführten Umfrage bei 109 Banken, Maklern, Fondsmanagern und anderen Finanzunternehmen.

⁹⁹ 74 Prozent geben ferner an, ihnen seien darüber hinaus auch in der gesamten eigenen Branche keine Vorbereitungsarbeiten anderer Institute auf den Euro bekannt.

¹⁰⁰ Ähnlich wie im Fall Italiens wird dabei die Unsicherheit über eine mögliche Teilnahme Großbritanniens an der Währungsunion als Hindernis für mögliche Vor-

dings die Bank of England¹⁰¹ die Meinung, der Finanzplatz London werde durchaus ausreichend auf einen Beginn der Europäischen Währungsunion zum 1. Januar 1999 vorbereitet sein, da – unabhängig von der Teilnahme Großbritanniens – zunächst nur Vorbereitungsarbeiten im Bereich der Finanzmärkte und des Interbankenmarktes, insbesondere im Großbetragszahlungsverkehr, erforderlich seien¹⁰²; in diesen Bereichen – insbesondere bei den Zahlungsverkehrssystemen¹⁰³ – kämen die Vorbereitungsarbeiten aber gut voran. Tatsächlich bereitet die Association for Payment Clearing Services (APACS) derzeit in Zusammenarbeit mit der Bank of England unter der Annahme, daß Großbritannien nicht an der Währungsunion teilnimmt, ein Euro-fähiges (RTGS-)Großbetragszahlungsverkehrssystem vor, das an das TARGET-System der Europäischen Zentralbank angeschlossen werden soll¹⁰⁴.

Neben den Vorbereitungsarbeiten in den einzelnen Länder auf einen Beginn der Europäischen Währungsunion zum 1. 1. 1999 zählen zu den Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft auch eine Reihe von Projekten, die in Zusammenarbeit auf europäischer Ebene in Angriff genommen wurden; insbesondere betrifft dies den Bereich des Zahlungsverkehrs. Zwar bestehen heute noch erhebliche Hindernisse für den Aufbau eines europäischen Zahlungsverkehrssystems nach dem Modell des bisherigen Inlandszahlungsverkehrs¹⁰⁵; zur Bewältigung dieser Probleme haben die europäischen Verbände der Kreditwirtschaft jedoch ein Standardisierungskomitee eingerichtet, in dem Projekte des bankmäßigen Zahlungsverkehrs und der Karten-Zahlungsverkehrssysteme sowie die Sicherheitserfordernisse eines grenzüberschreiten-

berbeitungsarbeiten bezeichnet. So hat im August 1996 der Verband der in London ansässigen Auslandsbanken die britische Regierung öffentlich aufgefordert, endlich eine Entscheidung über die Teilnahme Großbritanniens an der Europäischen Währungsunion zu fällen.

¹⁰¹ Vgl. den zweiten vierteljährlichen Bericht der Bank of England zu den praktischen Fragen des Übergangs auf den Euro vom September 1996 (*Bank of England* (1996)).

¹⁰² *Bank of England* (1996, S. 5 - 7). Auch bei einer Teilnahme Großbritanniens an der Währungsunion sei dagegen im Bereich des Massengeschäftes erst mit der Ausgabe der Banknoten und Münzen in Euro mit einer breiten Verwendung des Euro zu rechnen.

¹⁰³ Vgl. *Bank of England* (1996, S. 9 - 17).

¹⁰⁴ Da sich die britische Kreditwirtschaft auch für den Fall, daß Großbritannien nicht an der Währungsunion teilnimmt, auf eine Verwendung des Euro in einer Reihe von Geschäftsfeldern vorbereitet, dürfte die Stellung des Finanzplatzes London auch in diesem Fall durch den Beginn der Europäischen Währungsunion kaum beeinträchtigt werden. Die Kreditwirtschaft in Großbritannien könnte in diesem Fall sogar von einer Rolle Londons als „Offshore-Zentrum“ profitieren; so könnte es nach Beginn einer Europäischen Währungsunion ohne Großbritannien z. B. zu einem „Euro-Euro-Markt“ in London kommen.

¹⁰⁵ Vgl. die Ausführungen in Abschnitt III. I.

den Zahlungsverkehr behandelt werden. Bereits heute plant eine Gruppe von 49 Banken, die alle Clearing-Mitglieder der ECU Banking Association (EBA) sind, die Errichtung eines grenzüberschreitenden, europäischen Zahlungsverkehrssystems in Euro auf der Basis des bestehenden ECU-Clearingsystems, das insbesondere die Masse kleinerer Zahlungsverkehrsströme erfassen soll¹⁰⁶. Auch auf der Ebene der europäischen Sparkassenvereinigung (ESV) wird zur Zeit über strategische Optionen der Sparkassenorganisation für den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr beraten¹⁰⁷.

V. Ausblick

Der geplante Beginn der Europäischen Währungsunion zum 1. Januar 1999 stellt die Kreditwirtschaft in den beteiligten Ländern vor eine gewaltige Herausforderung. Langfristig wird sich durch die Schaffung eines einheitlichen Währungsraums der Wettbewerb in der Kreditwirtschaft erheblich verschärfen. Kurzfristig erfordern der Übergang zu der einheitlichen europäischen Währung und insbesondere das konkret vorgesehene Übergangsszenario mit einer sich über mehrere Jahre erstreckenden parallelen Verwendung von Euro und nationalen Währungen im unbaren Bereich und eventuell für einige Monate auch im Bargeldbereich erhebliche Vorbereitungsarbeiten, mit denen angesichts der notwendigen Vorlaufzeiten bereits heute begonnen wurde. Allerdings ergeben sich zum Stand der Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft – soweit dieser überhaupt der Öffentlichkeit bekannt ist – erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen EU-Ländern und innerhalb der einzelnen Länder auch zwischen den einzelnen Instituten und Institutgruppen.

Eine Ursache für die Probleme bei den Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft auf die Europäische Währungsunion liegt – neben der Komplexität des Übergangsszenarios – in dem psychologischen Hindernis, daß angesichts der Frage der Auslegung der Konvergenzkriterien sowohl die Einhaltung des Termins als auch der Kreis der Teilnehmerländer nach wie vor mit einem Unsicherheitsfaktor behaftet sind. Die Kreditinstitute und -institutgruppen müssen daher damit rechnen, daß der mit den Vorbereitungsarbeiten verbundene Aufwand im Extremfall im nachhinein umsonst

¹⁰⁶ Das neue System würde im Massenzahlungsverkehr eine Ergänzung zu TARGET darstellen und im Großbetragszahlungsverkehr im Wettbewerb zu TARGET stehen. Insgesamt strebt die EBA für das neue System einen Anteil von 32 Prozent des Zahlungsverkehrsmarktes in Euro an; für TARGET wird ein Marktanteil von 19 Prozent prognostiziert. Unklar bleibt allerdings vorläufig, inwieweit das System auch gegenüber den bisher bestehenden Zahlungsverkehrssystemen auf nationaler Ebene wettbewerbsfähig sein wird.

¹⁰⁷ Vgl. *Berndt* (1996).

gewesen sein könnte bzw. die im Hinblick auf den Beginn der Europäischen Währungsunion erfolgten Investitionen zu einem großen Teil sofort abgeschrieben werden müssen¹⁰⁸. Darüber hinaus wird die Kreditwirtschaft auch heute, weniger als 24 Monate vor dem geplanten Beginn der sogenannten „Stufe 3a“, auch in vielen technischen Fragen des Übergangsszenarios noch mit erheblichen Unklarheiten und Unsicherheiten konfrontiert. Zwar ist kaum denkbar, daß eine Einführung des Euro an – somit maßgeblich von der Politik induzierten – eventuellen Mängeln in den Vorbereitungsarbeiten der Kreditwirtschaft scheitert; allerdings besteht durchaus die Gefahr, daß technische Probleme und Unklarheiten im Übergang zum Euro die Akzeptanz der neuen Währung bei den Bürgern beeinträchtigen.

Zusammenfassend ist aber festzuhalten, daß zumindest in den meisten voraussichtlichen Teilnehmerländern an der Europäischen Währungsunion zum 1. Januar 1999 die Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft analog zu den Vorbereitungsarbeiten der nationalen Zentralbanken bzw. denen im Europäischen Währungsinstitut (EWI) sehr weit fortgeschritten sind. Die Kreditwirtschaft leistet in diesen Ländern somit sowohl durch ihre Mitwirkung an der weiteren Klärung der technischen Bedingungen des Übergangs zum Euro als auch durch ihre internen Vorbereitungsarbeiten und vor allem durch die Information ihrer Kunden einen erheblichen Beitrag zu dem Gelingen der Europäischen Währungsunion. Nach wie vor in einem Gegensatz zu diesen technischen Fortschritten bei der Vorbereitung des Projekts steht allerdings die politische Unsicherheit über die Einhaltung des Termins bzw. den voraussichtlichen Kreis der Teilnehmerländer, so daß es – unabhängig von den Vorbereitungsarbeiten in der Kreditwirtschaft – letztlich von der Politik abhängen wird, ob die Europäische Währungsunion tatsächlich termingerecht zum 1. 1. 1999 beginnen kann.

Literatur

Arnold, W./Gutschmidt, H.-U. (1996): EWWU: Herausforderung für die Bankorganisation, in: *Die Bank*, o. Jg., S. 432 - 434. – *Arthuis, J.* (1996): Für eine erfolgreiche Umstellung auf den Euro, Rede des französischen Wirtschafts- und Finanzministers am 30. Oktober 1996, inoffizielle Übersetzung der Agence Financière à Bonn, Bonn. – *Baltensperger, E.* (1996): Die Europäische Währungsunion und ihre Bedeutung aus der Perspektive der Schweiz, in: *Aussenwirtschaft*, 51. Jg., S. 197 - 221. – *Bank of England* (1996): Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro, 581 business days to go before January 1999, Issue No 2, 16 September

¹⁰⁸ So wurde z. B. in Deutschland in letzter Zeit von Seiten der Bundesregierung gegenüber der Kreditwirtschaft deutlich herausgestellt, der mit den Vorbereitungsarbeiten verbundene Aufwand bzw. die Investitionen in der Kreditwirtschaft dürften nicht zu der Annahme verleiten, ein Beginn der Währungsunion sei damit auf jeden Fall gewährleistet.

1996, London. – *Berndt, H.* (1996): Strategische Herausforderung – Der Zahlungsverkehr in der Euro-Perspektive, in: Europa und die EWWU, Beilage zur Deutschen Sparkassenzeitung vom 10. Dezember, S. XI. – *Bertuch-Samuels, A./Wolgast, M.* (1996): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, Hintergrundinformationen, Stand der Vorbereitungen, S-Management Perspektiven Heft 48, Stuttgart. – *BHF-Bank* (1996a): Umstrittene TARGET-Ausgestaltung für die Währungsunion, Wirtschaftsdienst Nr. 1826, Frankfurt/Main, 3. August. – *BHF-Bank* (1996b): EWU: Die Zukunft der Futures, Wirtschaftsdienst Nr. 1831, Frankfurt/Main, 14. September. – *Bini Smaghi, L.* (1996): Die Europäische Währungsunion und die Bankensysteme, Speech given at the Conference on deutsche and italienische Kreditinstitute auf dem Weg zur Europäischen Währungsunion, Frankfurt am Main, 20. Juni 1996, Frankfurt am Main. – *Bundesverband deutscher Banken* (1995): Stellungnahme des Bundesverbandes deutscher Banken zum Grünbuch der Europäischen Kommission über die praktischen Fragen des Übergangs zur einheitlichen Währung, Köln, September. – *Clausen, V./Willms, M.* (1996): Probleme des Übergangs zur EWU, in: F. Heinemann, M. Schröder (Hrsg.), Währungsunion und Kapitalmärkte, Mannheim. – *Deutsche Bank Research* (1996a): Der Countdown zur Europäischen Währungsunion aus Sicht der Banken, EWU-Monitor Nr. 15, Frankfurt/Main, 12. Juli. – *Deutsche Bank Research* (1996b): Probleme der Wechselkursfixierung zu Beginn der EWU, EWU-Monitor Nr. 17, Frankfurt/Main, 8. August. – *Deutsche Bundesbank* (1995): Fragebogenaktion zum Übergang zur Einheitswährung, Frankfurt/Main, 19. Mai. – *Deutsche Bundesbank* (1996a): Szenarium für den Übergang auf die einheitliche europäische Währung, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Januar, S. 55 - 63. – *Deutsche Bundesbank* (1996b): TARGET – ein WWU-weites Echtzeit-Brutto-Zahlungssystem der Zentralbanken, in: Deutsche Bundesbank, Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion Nr. 1, September, S. 19 - 24. – *Deutsche Bundesbank* (1996c): Überlegungen zur Einbeziehung von Wirtschaftskrediten (Handelswechslern und Kreditforderungen) in den Kreis der notenbankfähigen ESZB-Sicherheiten, Frankfurt/Main. – *Deutsche Bundesbank* (1996d): Harmonisierte monetäre Statistiken – Grundlage für eine erfolgreiche Geldpolitik in der Währungsunion, in: Deutsche Bundesbank, Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion Nr. 2, Oktober, S. 11 - 18. – *Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Sparkasse Aachen* (1995): Fallstudie Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, Auswirkungen auf die Sparkassen, Bonn. – *Europäische Kommission* (1995): One Currency for Europe, Green Paper on the Practical Arrangements for the Introduction of the Single Currency, Brüssel. – *Europäische Kommission* (1996): Ergebnisse Runder Tisch Kommunikationsstrategien zur Einführung des Euro, Brüssel, 22. - 24. Januar 1996, Brüssel. – *Europäische Sparkassenvereinigung* (1995): The European Savings Banks and EMU – Position Paper –, DOC 121/95, Brüssel, 23. Mai. – *Europäischer Rat* (1996): Europäischer Rat in Madrid, Tagung der Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union am 15. und 16. Dezember 1995, Schlußfolgerungen des Vorsitzes, in: Presse- und Informationsamt der Bundesregierung, Bulletin Nr. 8, S. 61 - 104. – *Europäisches Währungsinstitut* (1995): Der Übergang zur einheitlichen Währung, Frankfurt/Main, November. – *Europäisches Währungsinstitut* (1996): Jahresbericht 1995, Frankfurt/Main. – *Eurostat* (1996): Die Kreditinstitute in der Europäischen Union 1994, Schlüsselzahlen, Beilage – Europa ohne Grenzen Nr. 7/8, Luxemburg. – *Expert Group on the Changeover to the Single Currency* (1995): Progress Report on

the Preparation of the Changeover to the Single European Currency, Submitted to the European Commission on 10 May 1995, Brüssel. – *Fédération Bancaire* (1995a): Survey on the Introduction of the Single Currency: A First Contribution on the Practical Aspects, by the Banking Federation of the European Union, Brüssel, 6th March. – *Fédération Bancaire* (1995b): Introduction of the Single Currency: The Views of the Banking Federation of the European Union, Brüssel, November. – *Fischer, R./Klanten, Th.* (1996): Langfristige Bankverträge und die Euro-Währung, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 8. Jg., S. 1 - 10. – *Gaddum, J. W.* (1996): Die makroökonomischen Auswirkungen der EWU auf das Bankensystem der beteiligten Länder, Beitrag zu einem Symposium im Rahmen der Money Show in Athen am 16./17. November 1996, in: *Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 72, 18. November, S. 3 - 6. – *Grünbichler, A.* (1996): Europas Börsen vor der harten Euro-Probe, in: *Börsen-Zeitung*, 4. Dezember, S. 13. – *Hartmann, W.* (1996): Die Entwicklung eines europäischen Zahlungsverkehrsnetzes der Zentralbanken, in: *Sparkasse*, 113. Jg., S. 298 - 301. – *Krupp, H.-J.* (1996): Zur Entwicklung geldpolitischer Instrumente im Europäischen Währungssystem unter Berücksichtigung der kleineren Geschäftsbanken, Vortrag beim Seminar für Genossenschaftswesen der Universität zu Köln am 21. Mai 1996, in: *Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 33, 24. Mai, S. 8 - 12. – *Lehment, H.* (1996): Wie sollen die Wechselkurse in der Europäischen Währungsunion festgelegt werden?, in: *Die Weltwirtschaft*, Heft 1, S. 61 - 69. – *Lehment, H./Scheide, J.* (1995): Der Fahrplan für die Europäische Währungsunion: Noch erheblicher Handlungs- und Klärungsbedarf, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 259, Institut für Weltwirtschaft Kiel. – *Ochel, W.* (1996): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion – Chancen und Risiken, in: *ifo-Schnelldienst 9/96*, S. 21 - 34. – *Pelzer, P.* (1996): Fünf vor zwölf – Viele Banken sind ungenügend auf die Euro-Umstellung vorbereitet, in: *Blick durch die Wirtschaft*, 20. Dezember, S. 11. – *Presse- und Informationsamt der Bundesregierung* (1996): Die Öffentlichkeitsarbeit der Bundesregierung zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Bonn. – *Roland Berger & Partner GmbH* (1996): Die produktpolitischen Implikationen der Euro-Währungsumstellung, Umfrageergebnisse, München. – *Simon, P.* (1996): Comment coordonner le passage à la monnaie unique: le cas de la France, in: *Institutions Européennes & Finance, EFMA, Single Currency, From switching procedures ... to practical solutions*, Conference, Paris 18 - 19 December 1995, Texts of the presentations, Paris, S. 69 - 77. – *Weber, M.* (1996): Der D-Mark-Vorteil geht verloren, in: *Handelsblatt* vom 21. Mai 1996, wiederabgedruckt in: *Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 33, 24. Mai, S. 12 - 14. – *Wolgast, M.* (1996): Verlässliche Ratgeber – EWWU-Kommunikationskonzept der Sparkassen, in: *Europa und die EWWU*, Beilage zur Deutschen Sparkassenzeitung vom 10. Dezember, S. XIV. – *Zeitler, F.-Ch.* (1996): Geldpolitische Instrumente – Auswirkungen auf das Bankensystem und die Wirtschaftsstruktur, Vortrag bei der 10. European Finance Convention in Dublin am 27. November 1996, in: *Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 77, 11. Dezember, S. 13 - 16.

Zusammenfassung

Die Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft auf die Europäische Währungsunion

Das Gelingen des Beginns der Währungsunion und insbesondere die konkrete Umsetzung des Übergangs zum Euro hängen maßgeblich von den Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft ab. Angesichts der erforderlichen Vorlaufzeiten erfolgen dabei bereits heute erhebliche Vorbereitungsarbeiten, die allerdings zwischen Instituten, Institutsgruppen und Ländern stark differieren. Zum einen gilt es dabei, sich auf die (vermuteten) geschäftspolitischen Auswirkungen sowohl des Übergangs zum Euro als auch (langfristig) der Schaffung eines einheitlichen Währungsraums einzustellen. Daneben ergeben sich konkrete Vorbereitungsanforderungen vor allem in den Bereichen Zahlungsverkehr, Datenverarbeitung, Schulung der Mitarbeiter und Beratung von Kunden.

Der geplante Beginn der Europäischen Währungsunion stellt die Kreditwirtschaft in den beteiligten Ländern vor eine gewaltige Herausforderung. Dabei sieht sie sich auch heute – rund zwei Jahre vor dem geplanten Beginn der sogenannten „Stufe 3 a“ – auch in vielen Fragen des Übergangsszenarios noch mit erheblichen Unklarheiten und Unsicherheiten konfrontiert. Eine weitere Ursache für Probleme bei den Vorbereitungsarbeiten liegt in dem psychologischen Hindernis, daß angesichts der Frage der Auslegung der Konvergenzkriterien sowohl die Einhaltung des Termins als auch der Kreis der Teilnehmerländer nach wie vor mit einem Unsicherheitsfaktor behaftet sind. Dennoch sind die Vorbereitungen in der Kreditwirtschaft zumindest in den meisten voraussichtlichen Teilnehmerländern zum 1.1.1999 insgesamt sehr weit fortgeschritten.

Perspektiven des Zahlungsverkehrs in der Währungsunion

Von Henner Walkhoff, Bonn

I. Ausgangslage

Mit Beginn der Währungsunion zum 1. Januar 1999 werden sich die Rahmenbedingungen für die Kreditwirtschaft in erheblichem Ausmaß verändern. Dabei wird der Zahlungsverkehr eine Schlüsselrolle einnehmen. Dies gilt sowohl für den nationalen Zahlungsverkehr wie auch für den Zahlungsverkehr in den Ländern der Währungsunion.

Prämisse sämtlicher Planungen im Zahlungsverkehr ist, daß die Währungsunion zum 1. Januar 1999 kommen wird. Spekulationen um die Einhaltung der Konvergenzkriterien, den Kreis der Länder der Währungsunion und eine eventuelle Verschiebung des Inkrafttretens der Währungsunion sind wenig hilfreich: Wegen der langen Vorlaufzeiten insbesondere in der Datenverarbeitung braucht die Kreditwirtschaft Planungssicherheit. Sparkassen, Banken und ihre DV-Organisationen stellen sich daher auf den Beginn der Währungsunion zum 1. Januar 1999 ein.

II. Zielsetzung

Nachdem frühzeitig erkennbar war, daß erstmals in der Währungsgeschichte eine Währung marktgetrieben eingeführt wird, hat die Kreditwirtschaft sich in ihren Planungen hierauf eingestellt. Das von der Sparkassenorganisation und der Mehrheit der deutschen Kreditwirtschaft verfolgte Szenario eines Delayed Big Bang hätte – wie sich erwartungsgemäß nun herausstellt – eine Vielzahl von organisatorischen und technischen Problemen vermieden. Auch die Kosten der Währungsumstellung wären vermutlich niedriger gewesen.

Auf dem Gipfel von Madrid im Dezember 1995 ist der marktgetriebene Prozeß der Einführung des Euro endgültig festgelegt worden. Zielsetzung der Kreditwirtschaft war es von Anfang an, eine Dualität zweier Währungen im Clearing zu vermeiden, gleichzeitig aber alle Kundenwünsche mit möglichst geringem Aufwand erfüllen zu können. Das nun festgelegte Verfahren bedeutet, daß sich die Kreditwirtschaft von Beginn der Währungs-

union an darauf einstellen muß, je nach Wunsch des Kunden Konten sowohl in DM wie in Euro zu führen und den Zahlungsverkehr hierüber abzuwickeln, ohne daß damit eine Dualität zweier Währungen im Clearing verbunden ist. Ferner muß sich die Kreditwirtschaft in ihrer strategischen Planung auf folgende Entwicklungen einstellen:

- Der Zahlungsverkehr in den Ländern der Währungsunion wird Binnenzahlungsverkehr.
- Der heutige Inlandszahlungsverkehr erhält eine europäische Dimension.
- Im europäischen Zahlungsverkehr schaffen die europäischen Zentralbanken mit ihrem Zahlungsverkehrsangebot „TARGET“ neue Strukturen.
- Internationale Banken planen europäische Clearingsysteme.

III. Projektorganisation

Für das „Megaprojekt Euro“ ist eine effiziente Projektorganisation und -arbeit erforderlich, wenn ein wettbewerbsgerechtes Euro-Angebot zum 1. Januar 1999 realisiert sein soll.

Die Institute und Institutsgruppen der Kreditwirtschaft sind jeder für sich, aber auch gemeinsam im Rahmen des Zentralen Kreditausschusses (ZKA) bereits seit längerer Zeit initiativ, realistische Lösungsvorschläge für die anstehenden Umstellungsprobleme zu entwickeln. Im ZKA befassen sich spezielle Arbeitsgruppen mit der Thematik:

- der ZKA-Arbeitsstab „Automation“ der Spitzenverbände und der Deutschen Bundesbank; er behandelt technische Fragen des zwischenbetrieblichen Zahlungsverkehrs
- die ZKA-Gruppe „Euro – Migration im Zahlungsverkehr“; sie befaßt sich mit technischen Details des zwischenbetrieblichen Zahlungsverkehrs in der Währungsunion und der damit in Verbindung stehenden Migrationsplanung.

Die konkreten Vorarbeiten werden weitgehend in den Mitgliedsverbänden des ZKA geleistet. Im folgenden soll – im Interesse einer authentischen Berichterstattung – der Entwicklungsprozeß der Planungen in der Sparkassenorganisation dargelegt werden¹. In anderen Gruppen der Kreditwirtschaft werden vergleichbare Verfahren angewandt.

In der Sparkassenorganisation befassen sich im Deutschen Sparkassen- und Giroverband (DSGV) und im Informatikzentrum der Sparkassenorgani-

¹ Der Autor dieses Berichts ist im Deutschen Sparkassen- und Giroverband für die Durchführung und Koordination des Prozesses verantwortlich.

sation (SIZ) folgende Projektgruppen mit der Einführung des Euro im Zahlungsverkehr:

DSGV-Projektgruppe „Einführung des Euro“

Geschäftspolitische und technische Fragen des Zahlungsverkehrs (mit Abschluß der ZKA-Rahmenvereinbarung zur Einführung des Euro eingestellt)

DSGV-Projektgruppe „Europäische Sparkassenkooperation im Zahlungsverkehr“

Geschäftspolitische und technische Fragen der europäischen Sparkassenkooperation im Zahlungsverkehr, Anpassung von S-InterPay, europäisches Sparkassennetz

SIZ-Arbeitskreis „DV-Anforderungen aus der Währungsumstellung“

DV-Anforderungen u. a. aus dem Zahlungsverkehr und Koordination der Erarbeitung von Änderungskonzepten in den Entwicklungseinheiten.

IV. Inlandszahlungsverkehr in der Währungsunion

1. Fallstudie Sparkasse Aachen/DSGV

Bereits sehr frühzeitig hat sich der DSGV mit den Konsequenzen der Einführung des Euro auf die Sparkassenorganisation befaßt. In einer Fallstudie mit der Sparkassen Aachen, die bereits im Mai 1995 abgeschlossen wurde, wurden eine Analyse der konkreten Auswirkungen der Währungsunion auf ein Kreditinstitut, die Ermittlung der notwendigen Vorlaufzeiten und schließlich Aussagen über ein möglichst optimales Szenario erarbeitet. Die wichtigsten Untersuchungsgegenstände dieser Fallstudie sind:

a) EDV

- Umstellung Geldautomaten, Kontoauszugsdrucker, Selbstbedienungsterminal
- Umstellung hausinterner PC-Programme (z. B. Beratungsprogramme)

b) Zahlungsverkehr und Kontoführung

- Umstellung im Bankensektor
- Umstellung bei Kunden
- Überarbeitung Beleg- und Vordruckwesen
- Austausch der Belege, Vordrucke
- Konvertierung an Schnittstelle Bank/Kunde
- Führung interner Konten und Clearing-Konten

- Umstellung im elektronischen Zahlungsverkehr
- Auslandszahlungsverkehr

c) Maschinen/Automaten

- Abfrageterminals, Kassenterminals, Kontoauszugsdrucker (Softwareänderung)
- Geldautomaten (Hard- und Software)
- Geldzählmaschinen (Hard- und Software)

d) Belegwesen/Vordrucke/Urkunden

- hauseigene
- organisationsinterne
- einheitlich innerhalb der Kreditwirtschaft
- externe (außerhalb des Bankenbereichs)

e) Bargeldumtausch

- Logistik
- Kapazitäten zur Lagerung
- Verteilung auf Geschäftsstellen
- Vorbereitung der Kassen
- zusätzliche Kassen- und Umtauschstellen in der Anfangsphase
- Vernichtung der alten Bargeldbestände bzw. Ablieferung bei der Zentralbank

f) Produktpalette

- Änderung des Sparverhaltens
- vorübergehende Orientierung zu Sachwerten
- Anlage in Hartwährungen außerhalb der Währungsunion
- Anlageverhalten vor der Währungsunion
- Veränderungen in der Produktpolitik aufgrund neuer Impulse auf die Europäisierung der Finanzmärkte durch die Währungsunion

g) Vertragsgestaltung

- Konversionsgesetz
- Gleichbehandlung auf europäisch

h) Marketing/Öffentlichkeitsarbeit/Werbung

- Sparkassen und Banken Ansprechpartner der Bevölkerung
- Strategie

i) Personal

- Personalplanung im Hinblick auf Währungsumstellung
- Personaldisposition im Hinblick auf Verschiebung von Geschäftsfeldern
- Vorlaufzeit von 2 bis 3 Jahren

2. Datenverarbeitung

Unter Federführung des SIZ sind in einem arbeitsteiligen Verfahren sämtliche Geschäftsbereiche untersucht worden, die von einer Währungsumstellung berührt sind. Das Ergebnis war eine umfangreiche Fragenliste über das gesamte Bankgeschäft. Bezogen auf den Zahlungsverkehr umfaßten die Hauptfragegruppen folgende Punkte:

- Rundungs- und Abstimmsummen
- Kontenführung und -umstellung
- Kundenmitteilung
- Kontonummern
- Daueraufträge
- institutsinterner Überweisungsverkehr
- vorgegebene „runde“ Beiträge
- historische Werte
- Aufbereitung von Listen
- Meldewesen
- Geschäfts- und Privatgiroverkehr
 - Konten-Stammdaten
 - Konto-Bewegungsdaten
 - Konto-Abfragen
 - Umsatzsperre
- Zahlungsverkehr
 - Rückgabe Überweisungen, Lastschriften, Schecks
 - internationales ZV-Standard-Format

In weiterer Fortführung dieser Arbeiten haben die Entwicklungseinheiten des SIZ (Verbandsrechenzentren und Landesbanken) ebenfalls in einem arbeitsteiligen Verfahren Änderungskonzepte erarbeitet, in denen der durch die Einführung des Euro ausgelöste Regelungsbedarf in der Datenverarbeitung beschrieben wird. Diese umfangreiche Dokumentation mündet ab 1997 in DV-Fachkonzepte als Basis für die notwendigen Veränderungen einer Vielzahl von DV-Programmen. Schwerpunkt dieser Arbeiten und damit Meilenstein auf dem Weg zur Währungsunion ist die Führung von DM- und Euro-Konten in einer Zwei-Währungsbuchhaltung.

3. ZKA-Rahmenvereinbarung

Die deutsche Kreditwirtschaft hat frühzeitig einen Weg gefunden, die Dualität zweier Währungen im Clearing zu vermeiden. Im zwischenbetrieblichen Zahlungsverkehr wird mit Beginn der Währungsumstellung seitens der erstbeauftragten Bank grundsätzlich eine Zahlungskonversion von DM in Euro bzw. von Euro in DM durchgeführt. Beide Beträge werden im Datensatz bis zum Zahlungsempfänger durchgeleitet, wobei der Ursprungsbetrag besonders gekennzeichnet ist. Die Bank des Zahlungsempfängers greift auf den DM- oder den Euro-Betrag zurück, je nach dem in welcher Währung das Konto des Zahlungsempfängers geführt wird. Das Clearing erfolgt entweder in DM oder in Euro: Zu erwarten ist, daß die Umstellung auf Euro sehr zeitnah zum 1. Januar 1999 erfolgen wird.

Die ZKA-Verbände und die Deutsche Bundesbank haben diese Eckpunkte in einer „Rahmenvereinbarung über die Abwicklung des zwischenbetrieblichen Inlandszahlungsverkehrs zur Einführung der europäischen Einheitswährung (Euro)“ verabschiedet, die am 16. August 1996 in Kraft getreten und derzeit von den Kreditinstituten und deren DV-Organisatoren umgesetzt wird.

Möglich wird diese Lösung, auch „Zwei-Betragsfeldkonzept“ genannt, dadurch, daß der zwischenbetriebliche Zahlungsverkehr vollständig beleglos abgewickelt wird. Der letzte Schritt auf dem Weg zur Beleglosigkeit ist der 1. Juni 1997, ab dem der zwischenbetriebliche Überweisungsverkehr ausschließlich elektronisch erfolgt.

4. Migrationsplanung Euro

Nach Abschluß der Rahmenvereinbarung zur Einführung des Euro haben die Spitzenverbände der Kreditwirtschaft und die Deutsche Bundesbank einen Migrationsplan zur Einführung des Euro entwickelt. Die Deutsche Bundesbank hat im Rahmen einer Euro-Einführungsstrategie ein Umstellungskonzept für die Elektronische Abrechnung (EAF 2) sowie den Elektronischen Schalter (ELS) ausgearbeitet. Ziel ist ein störungsfreier Übergang auf die Euro-Währung. Hierzu ist es erforderlich, die technischen Spezifikationen von EAF 2 und ELS anzupassen. Der Einsatz der entsprechenden Software ist Anfang des 4. Quartals 1998 geplant.

Ferner ist es erforderlich, die Zahlungsverkehrsabkommen an die Einführung des Euro anzupassen. Betroffen hiervon sind die in den Zahlungsverkehrsabkommen festgeschriebenen Beträge für zwischenbetriebliche Entgelte (z.B. 7,50 DM für die Rückgabe von Lastschriften), Betragsgrenzen für zwischenbetriebliche Nachrichten (z.B. Elnachricht für die Nichteinlö-

sung von Lastschriften ab 2.000 DM) sowie Betragsgrenzen in Zahlungsverkehrsverfahren (z.B. Belegloser Scheckeinzug bis 5.000 DM). Diese Beträge und Betragsgrenzen werden mit Beginn der Währungsumstellung zunächst in Euro umgerechnet, zu einem späteren Zeitpunkt auf „gerade“ Beträge auf- oder abgerundet.

5. Organisatorische Unterstützung

Die Fallstudie von DSGVO/Sparkasse Aachen (s. Ziffer 4.1) hat bereits gezeigt, daß praktisch alle Bereiche einer Bank in der Aufbau- und Ablauforganisation von der Umstellung auf den Euro betroffen sind. Zu ähnlichen Ergebnissen kommen die ausführliche Checkliste, die unter Federführung des SIZ entstanden ist (s. Ziffer 4.2) sowie der „Leitfaden für die Währungsumstellung in der Bank“ des Bank-Verlages. Der DSGVO erarbeitete auf Basis dieser und anderer verfügbarer Unterlagen ein sparkassenspezifisches Organisationshandbuch, das im Frühjahr 1997 erschienen ist. Damit wird den Instituten der Sparkassenorganisation, die aufgrund ihres Marktanteils im Privatkundengeschäft von ca. 50% bekanntlich die Hauptlast der Währungsumstellung zu tragen haben, eine Hilfe für die organisatorische Bewältigung dieser Aufgabe an die Hand gegeben. Bei den anderen Gruppen der deutschen Kreditwirtschaft gibt es ähnliche Initiativen.

V. Grenzüberschreitender Zahlungsverkehr in der Währungsunion

1. Initiativen der EU-Kommission

Vom gesamten Zahlungsverkehr der deutschen Kreditwirtschaft entfallen 99% auf den Inlandszahlungsverkehr, 0,7% auf den Zahlungsverkehr in der Europäischen Union und 0,3% auf den Zahlungsverkehr außerhalb der Europäischen Union. Von einem europäischen „Massenzahlungsverkehr“ sind wir noch weit entfernt. Ohne den Binnenmarkt und ohne die Beschlüsse zur künftigen Wirtschafts- und Währungsunion gäbe es für die Kreditwirtschaft kaum Handlungsbedarf, zu Verbesserungen im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr zu kommen. „Europa“ hat aber die Situation verändert. Die Freizügigkeit innerhalb der Europäischen Union und die zunehmende wirtschaftliche Verflechtung lassen eine Zunahme des Massenzahlungsverkehrs erwarten. Auch die EU-Kommission geht von einer steigenden Tendenz aus und begründet dies mit dem Zusammenwachsen der europäischen Länder und der damit verbundenen steigenden Intensität der Handelsbeziehungen. Dies wird auch Auswirkungen auf den künftigen Umfang privater und sonstiger Kleinzahlungen haben. Ein realistisches Szenario geht von einem langsamen, stetigen Wachstum aus. Unabhängig hier-

von besteht aber übereinstimmende Auffassung darüber, daß der Zahlungsverkehr im künftigen Europa keine Barriere sein darf. Der grenzüberschreitende europäische Zahlungsverkehr muß die Qualitätsanforderungen des nationalen Zahlungsverkehrs erfüllen. Er muß kostengünstig, transparent und schnell sein.

Dies sind gleichzeitig auch die Forderungen der EU-Kommission. Mit ihrem „Green Paper“ vom Herbst 1990 hatte die EU-Kommission gleichsam einen Stein ins Wasser geworfen, indem sie genau diese Forderungen an die Kreditwirtschaft stellte². Konkretisiert wurde dies im Arbeitsprogramm zwei Jahre später. Ein Arbeitsprogramm, das unter konstruktiver Mitwirkung der europäischen Kreditwirtschaft erarbeitet und veröffentlicht wurde³.

Zunächst schien es so, daß aufgrund von konstruktiven Vorschlägen der Kreditwirtschaft, ersten Initiativen von Banken und Sparkassen und absehbaren Fortschritten beim Aufbau von neuen Zahlungssystemen eine gesetzliche Regelung für die künftige Gestaltung des europäischen Zahlungsverkehrs vermieden werden könnte. Obwohl sehr bald erkennbar war, daß die Kreditwirtschaft erhebliche Anstrengungen unternahm, zu einer Verbesserung des grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehrs zu kommen, veröffentlichte die EU-Kommission im November 1994 einen Richtlinienvorschlag für den Überweisungsverkehr („Transparenzrichtlinie“)⁴.

Die EU-Kommission begründete diesen Vorstoß mit den Ergebnissen einer Marktstudie, die Mängel bei der Transparenz sowie bei der Preispolitik feststellte⁵.

Trotz offenkundiger, methodischer Fehler bei dieser und einer weiteren Marktstudie verfolgte die EU-Kommission ihren Plan, über eine Transparenzrichtlinie zu einer gesetzlichen Regelung des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs innerhalb der EU zu kommen. Aufgrund unterschiedlicher Positionen der EU-Kommission und des Ministerrats auf der einen sowie des Europäischen Parlaments auf der anderen Seite verzögerte sich allerdings die Verabschiedung dieser Richtlinie erheblich. Erst Ende 1996 wurde im Vermittlungsausschuß der folgende Kompromiß zu den umstrittenen Eckpunkten der Richtlinie gefunden:

² *EU-Kommission*: Diskussionspapier „Zahlungsverkehr im Binnenmarkt“, Brüssel 1990.

³ *EU-Kommission*: Erleichterung für grenzüberschreitende Zahlungen: Die Grenzen fallen, Arbeitsprogramm der Kommission, Brüssel 1992.

⁴ *Dies.*: Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rats bei grenzüberschreitenden Überweisungen, Brüssel 1994.

⁵ *Dies.*: Studie zur Kundentransparenz und zu Laufzeiten von grenzüberschreitenden Massenzahlungen zwischen EU-Mitgliedsstaaten, Brüssel 1993 und 1994.

- Der Anwendungsbereich der Richtlinie beläuft sich auf 50.000 ECU.
- Die Moneyback-Garantie liegt bei 12.500 ECU.
- Für die Umsetzung in das nationale Recht ist eine Zeit von 30 Monaten vorgesehen.

Diesem Kompromiß haben der EU-Ministerrat sowie das Europäische Parlament zwischenzeitlich zugestimmt⁶.

2. Zahlungsverkehrssysteme der Kreditwirtschaft

Das Korrespondenzbankensystem, über das der Auslandszahlungsverkehr abgewickelt wird, zeichnet sich durch eine hohe Flexibilität und eine individuelle Gestaltung aus. Es ist gleichzeitig weltweit funktionsfähig und besitzt mit S.W.I.F.T. einen hohen technischen Standard.

Die Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen ist jedoch in der gegenwärtigen Struktur komplizierter als innerhalb eines automatisierten Gironetzes. Der Grund ist die Kette von Zahlungsvorgängen in unverbundenen Systemen und das Fehlen eines einheitlichen Clearing-Verfahrens. Ein dem nationalen Giroverkehr vergleichbares System mit gebündelter Verrechnung, z. B. über die Bundesbank oder über Clearing-Zentralen, existiert grenzüberschreitend nicht⁷.

Trotz der Leistungsfähigkeit des Korrespondenzbankensystems und seiner Flexibilität wurden Probleme insbesondere bei der Abwicklung von Kleinbetragszahlungen sehr bald deutlich. Besonders kritisiert wurden von der Europäischen Kommission Mindestpreise, die bei Kleinbetragszahlungen zu einer relativ hohen Belastung führen, sowie das double charging⁸.

Kostengünstige und schnelle Abwicklungsformen sind nur über einen automatisierten und standardisierten Massenzahlungsverkehr möglich. Die EU-Kommission favorisierte dabei das Modell eines ACH-Verbundes (ACH = Automated Clearing House) für die Abwicklung standardisierter Massenzahlungen und die Einbindung dieser ACH's in die jeweiligen nationalen Clearing-Verfahren.

Die deutsche Kreditwirtschaft hatte sich zunächst auf die Einrichtung eines ACH bei der Gesellschaft für Zahlungssysteme (GZS) verständigt.

⁶ *Dies.*: Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rats über grenzüberschreitende Zahlungen, Brüssel 1997.

⁷ *Hannes Rehm*: Zur künftigen Gestaltung des privaten Massenzahlungsverkehrs in der Europäischen Gemeinschaft in: Hadding/Schneider, (Hrsg.), Rechtsprobleme der Auslandsüberweisung, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Band 82/1, Berlin 1992, S. 563 ff.

⁸ *Peter Troberg*: Arbeiten und Pläne zum Zahlungsverkehr in: Bank Information 2/1995, S. 18 ff., sowie Zahlungsverkehr in der EU in: geldinstitute 4 - 5/1996, S. 12 ff.

Nachdem sich jedoch herausstellte, daß sich in den meisten europäischen Ländern keine ACH's und damit keine Partner für das deutsche ACH bilden, konnte der business case des deutschen ACH's bei weitem nicht erreicht werden. Die für die Abwicklung des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs von der GZS gegründete Bank für Zahlungsservice (BZS) wurde daraufhin Ende 1996 wieder aufgelöst.

Ein Grund für diese Entwicklung lag auch in dem Aufbau eigenständiger Lösungen einzelner Banken und Bankengruppen, die nicht zuletzt aus geschäftspolitischen Überlegungen die Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen weiterhin in eigener Hand behalten wollten. Unter rein betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten war diese Entwicklung erstaunlich, denn die verhältnismäßig geringen Volumina im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr hätten aus reinen Kostenüberlegungen eine Konzentration auf eine Stelle nahegelegt. Die Kreditwirtschaft hat jedoch dem grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr eine zunehmend hohe geschäftspolitische und strategische Funktion zugebilligt. Dies führte zu der Entwicklung eigener Systeme, die sich miteinander im Wettbewerb befinden. Die wichtigsten einzelwirtschaftlichen Lösungen sind folgende:

– S-InterPay

S-InterPay ist das Angebot der Sparkassenorganisation im grenzüberschreitenden Überweisungsverkehr. Es wurde von den Landesbanken für die Sparkassenorganisation entwickelt. Die Landesbanken haben dabei eine Aufteilung der europäischen Länder in der Weise vorgenommen, daß es für jedes europäische Land grundsätzlich eine federführende Landesbank gibt, die in direkter Beziehung zu den ausländischen Partnerbanken in diesem Land steht. Abgewickelt werden grenzüberschreitende Überweisungen bis zu dem Betrag von 10.000 DM. Die Laufzeit beträgt 2 bis 4 Geschäftstage. Abgedeckt werden die Länder der Europäischen Union zuzüglich der Schweiz und Norwegen.

– TIPANET

TIPANET ist der Produktname des europäischen genossenschaftlichen Bankenverbundes für die Ansteuerung automatisierter ausländischer Clearing-Systeme. TIPANET ist technisch geöffnet für die Abwicklung eines automatisierten Zahlungsverkehrs mit Korrespondenzbanken aller Länder, die über bankleitzahlgesteuerte Clearing-Systeme verfügen. Neben Überweisungen umfaßt das Angebot auch die Abwicklung von Schecks. Gerechnet wird mit einer Laufzeit von 4 Geschäftstagen. Abgedeckt werden europäische Länder sowie in Übersee Kanada und die USA.

– Eurogiro

Eurogiro ist das Angebot von 14 europäischen Postbanken im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr. Abgewickelt werden Überweisungen und

Schecks, die Laufzeit beträgt 4 Geschäftstage innerhalb des Eurogiro-Systems.

– Deutsche Bank

Die Deutsche Bank hat ein grenzüberschreitendes Zahlungssystem über ihr eigenes Filialnetz und in Kooperation mit Auslandsbanken aufgebaut. Hierüber werden Überweisungen bis zu 5.000 DM abgewickelt. Die Laufzeit beträgt 2 bis 5 Geschäftstage. Abgedeckt werden die europäischen Länder.

– Dresdner Bank

Die Dresdner Bank hat in einer Kooperation mit der Banque Nationale de Paris ein Zahlungsverkehrssystem aufgebaut, über das Überweisungen bis zu 5.000 DM abgewickelt werden. Die Laufzeit beträgt 2 bis 3 Geschäftstage. Abgedeckt werden europäische Länder.

– Commerzbank

Die Commerzbank hat eine Kooperation mit Partnerbanken in europäischen Ländern. Angeboten wird die Abwicklung von grenzüberschreitenden Überweisungen bis zu 5.000 DM. Die Laufzeit beträgt 2 bis 3 Geschäftstage, wenn der Empfänger bei einer Partnerbank ein Konto hat.

Die genannten Systeme der einzelnen Banken und Bankengruppen sind praktisch standardisierte Korrespondenzbankensysteme, da sie jeweils mit Partnerbanken im Ausland arbeiten. Der Unterschied zum Korrespondenzbankensystem besteht in der standardisierten Abwicklung und in der automatisierten Einbindung in die jeweiligen nationalen Clearing-Systeme.

3. TARGET-System

Einen wichtigen Meilenstein auf dem Weg zu europäischen Zahlungsverkehrssystemen setzten die europäischen Zentralbanken mit ihrem Großbetragszahlungssystem unter der Bezeichnung „TARGET“. Mit TARGET wird das Ziel verfolgt, ein Zahlungssystem für die Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik, des europäischen Zentralbankensystems innerhalb der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion zu entwickeln. Ferner sollen grenzüberschreitende Großbetragszahlungen rasch und effizient abgewickelt werden.

TARGET ist als dezentrales System konzipiert, das auf existierenden nationalen Echtzeit-Brutto-Systemen, wie z. B. dem Elektronischen Schalter der Deutschen Bundesbank aufbaut. Über TARGET erfolgt eine Verknüpfung dieser dezentralen Systeme. Am TARGET-System können alle Banken teilnehmen, die ein Konto bei einer EU-Zentralbank unterhalten. TARGET wird eine Betriebszeit von 11 Stunden umfassen, um eine Überlappung mit den Zahlungssystemen an den wichtigsten internationalen Finanzplätzen (USA,

Japan) sicherzustellen. Über die künftige Preisstruktur für TARGET wird der EZB-Rat entscheiden. Die europäischen Zentralbanken haben sich auf kosten-deckende Preise verständigt, diese jedoch bisher nicht quantifiziert.

Zu erwarten ist, daß TARGET Konsequenzen für das Korrespondenzbankensystem zumindest in den Ländern der Europäischen Währungsunion haben wird. Die Deutsche Bundesbank geht in ihren Äußerungen davon aus, daß sich die Korrespondenzbank-Beziehungen in Europa durch TARGET und die Einheitswährung stark verändern werden. Auch die Tatsache, daß der direkte Zugang zu Zahlungsverkehrssystemen anderer Länder über TARGET zukünftig einfacher wird, dürfte Auswirkungen auf die Korrespondenzbank-Beziehungen haben⁹.

Rein technisch könnte TARGET auch für die Abwicklung von Niedrigbetragszahlungen oder Massenzahlungen genutzt werden. Die Deutsche Bundesbank weist in sämtlichen Äußerungen aber darauf hin, daß sie auf Großbetragszahlungen abzielt und über die Preispolitik eine Steuerung vornimmt. Rein theoretisch läßt sich nicht ausschließen, daß auch Massenzahlungen eines Tages über TARGET abgewickelt werden können. Die Kreditwirtschaft wird deshalb ihre gruppeninternen oder hausinternen Lösungen für die Abwicklung von Massenzahlungen auf deren Wettbewerbsfähigkeit überprüfen müssen. Dieser Aspekt gewinnt an Bedeutung, wenn mit der Europäischen Währungsunion Clearingsysteme, wie z. B. das Projekt der ECU Banking Association (EBA), in Wettbewerb zu Korrespondenzbankbeziehungen treten werden¹⁰.

TARGET wird möglicherweise auch Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte haben. Da an TARGET auch Großbetragszahlungssysteme der Zentralbanken von nicht an der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion teilnehmenden EU-Ländern angeschlossen werden können, ist es von den Teilnahmebedingungen abhängig, ob und inwieweit den Banken der Nicht-EU-Länder Eurozentralbankgeld zu gleichen Bedingungen wie den Banken von Teilnahmeländern zur Verfügung stehen wird¹¹. Derzeit sind die Teilnahmebedingungen noch nicht fixiert. Aus stabilitätspolitischen Gründen muß sichergestellt werden, daß außerhalb der Währungsunion nicht eigenständig Euroliquidität geschaffen wird. Nicht-Euro-Banken müßten daher ihren Euroliquiditätsbedarf allein am Markt decken, nicht bei ihrer Zentralbank. Hierüber wird seitens der Europäischen Zentralbank noch zu entscheiden sein.

⁹ *Wendelin Hartmann*: Der Großzahlungsverkehr in der Europäischen Währungsunion, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 16/1996, S. 776 ff.

¹⁰ *ECU Banking Association*: From ECU to Euro, The EBA's Future Business Potential, Paris 1996.

¹¹ *EWI*: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Festlegung des Handlungsrahmens, Frankfurt 1997.

4. Hindernisse auf dem Weg zum Binnenzahlungsverkehr

Allein die Einführung des Euro wird nicht dazu führen, daß der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr zu denselben Bedingungen und Konditionen wie der Inlandszahlungsverkehr abgewickelt werden kann. Unterschiedliche Standards und Normen, die fehlende „europäische Bankleitzahl“ sowie das Meldewesen sind Hindernisse auf dem Weg nach Europa. Zahlungsverkehrsprodukte und Zahlungsverkehrsverfahren, wie die Lastschrift oder der beleglose Einzug von Schecks, sind europaweit rechtlich und technisch-organisatorisch sehr unterschiedlich gestaltet. Der Harmonisierungsbedarf ist entsprechend groß.

Diese Probleme sind mittlerweile erkannt und an ihren Lösungen wird auf europäischer und nationaler Ebene gearbeitet. Eine besondere strategische Bedeutung wird in diesem Zusammenhang EDIFACT (*E*lectronic *D*ata *I*nterchange for *A*dministration *C*ommerce and *T*ransport) erhalten, der ein weltweit akzeptierter Standard für die Verknüpfung von Geschäftsprozessen über Unternehmensgrenzen hinaus mit der Kreditwirtschaft ist. Zu erwarten ist, daß es 1998 ein EDIFACT-Clearing in der deutschen Kreditwirtschaft geben wird. Auch grenzüberschreitend werden sich EDIFACT-Formate zunehmend durchsetzen. Daneben werden als Nachrichtenformate für Überweisungen nach wie vor die S.W.I.F.T.-Formate MT 100, MT 102 und der derzeit in Entwicklung befindliche MT 103 genutzt werden. Geplant ist eine Weiterleitung in die nationalen Clearing-Systeme der Empfängerländer ohne Datenverlust über entsprechende Konvertierungen.

Ziel müssen einheitliche Zahlungsverkehrsprodukte und -verfahren in einem gemeinsamen Wirtschaftsraum sein. Hier sind folgende Entwicklungen zu erwarten:

- die Schaffung eines europäischen Überweisungs-/Zahlscheinvordrucks als neutrales Überweisungsformular mit vorgedruckten Empfängerdaten (Name, Bankcode, Kontonummer),
- die Harmonisierung der rechtlich und organisatorisch unterschiedlich ausgestalteten nationalen Lastschriftverfahren, ggf. im Zusammenhang mit der Entwicklung einer Lastschrift mit Elektronischer Unterschrift und Authentisierung,
- der Einsatz der EDIFACT-Lastschrift (direct debit) zwischen Unternehmen,
- die Entwicklung – wenn rechtlich möglich – eines grenzüberschreitenden, beleglosen Scheckinkassos auch außerhalb des ec-Bereichs.

Erkennbar ist, daß Europa in den nächsten Jahren im Zahlungsverkehr zusammenwachsen wird. Die Währungsunion wird den Bestrebungen zur

Harmonisierung und Weiterentwicklung des europäischen Zahlungsverkehrs wichtige Impulse geben.

VI. Perspektiven des Zahlungsverkehrs in der Währungsunion

– Thesen in der Diskussion –

Die folgenden Thesen sind als Anregung zur Diskussion über die Perspektiven des Zahlungsverkehrs in der Währungsunion gedacht:

- Der Zahlungsverkehr beweist auch in der Währungsunion seine strategische Bedeutung für Sparkassen und Banken und behauptet seine geschäftspolitische Schlüsselstellung.
- Der Zahlungsverkehr gerät aber unter zunehmenden Wettbewerbsdruck seitens internationaler Institutionen und durch neue Technologien (z. B. Kartengesellschaften, Netzanbieter, Non- und Nearbanks).
- Eine weitere Effizienzsteigerung des Zahlungsverkehrs durch Kostenmanagement und gezielten Einsatz neuer Technologien ist existenznotwendig.
- Globalisierung und Europäisierung der Finanzmärkte erfordern eine neue strategische Ausrichtung auch im Zahlungsverkehr.
- Neue Technologien führen zu einer Unabhängigkeit von Zeit und Raum.
- Die Währungsunion führt zu einem Innovationsschub im Zahlungsverkehr und in der EDV.
- Der Standardisierungsdruck begünstigt die Harmonisierung im europäischen Zahlungsverkehr.
- Der Wettbewerbsdruck beschleunigt die Entwicklung zu einem europäischen Binnenzahlungsverkehr.
- Wer sich nicht frühzeitig auf neue technologische, ökonomische und politische Entwicklungen einstellt, den bestraft der Markt.

Zusammenfassung

Perspektiven des Zahlungsverkehrs in der Währungsunion

Die deutsche Kreditwirtschaft hat sich frühzeitig auf die Konsequenzen der Einführung des Euro auf die Zahlungsverkehrsabwicklung und das Zahlungsverkehrsangebot eingestellt. In effizienter Projektarbeit sind auf Ebene des Zentralen Kreditausschusses und der Deutschen Bundesbank die Rahmenbedingungen erarbeitet worden. Die einzelnen Institute und Institutsgruppen bereiten auf dieser Basis zum 1. Januar 1999 ein wettbewerbsgerechtes Euro-Angebot vor. Am Beispiel der Sparkassenorganisation wird ein konkreter Arbeitsprozeß von der Analyse in einer Fallstudie bis zu einem arbeitsteiligen Verfahren in der Datenverarbeitung beschrieben.

Der zwischenbetriebliche Inlandszahlungsverkehr ist bereits in einer ZKA-Vereinbarung geregelt. Weitere Einzelheiten werden in einer Migrationsplanung festgelegt.

Im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr verfolgt die EU-Kommission mit der Transparenzrichtlinie das Ziel, zu einer gesetzlichen Regelung zu kommen. Unabhängig hiervon haben Banken und Bankengruppen in den letzten Jahren standardisierte, grenzüberschreitende Zahlungsverkehrssysteme aufgebaut. Eine weitere Standardisierung und Harmonisierung im europäischen Zahlungsverkehr mit dem Ziel der Schaffung einheitlicher Zahlungsverkehrsprodukte und Verfahren ist jedoch erforderlich. Nur so läßt sich das Ziel „Binnenzahlungsverkehr“ erreichen.

Literaturverzeichnis

Arnold, Wolfgang und Gutschmidt, Hans-Ulrich: EWWU: Herausforderungen für die Bankorganisation, in: Die Bank 7/1996, S. 162 ff. – Berndt, Holger: Der Zahlungsverkehr in der Euro-Perspektive – Strategische Herausforderungen, in: Deutsche Sparkassenzeitung 10. Dezember 1996, S. XI. – Deutsche Bundesbank: Szenarium für den Übergang auf die einheitliche europäische Währung, in: Monatsbericht Januar 1996, S. 55 ff. – Dieselbe: TARGET – Ein WWU-weites Echtzeit-Brutto-Zahlungssystem der Zentralbanken, in: Informationsbrief zur WWU Nr. 1, S. 19 ff. – DSGV (Herausgeber): Zahlungsverkehr im Binnenmarkt, Bonn 1992. – DSGV/Sparkasse Aachen: Fallstudie „Europäische Wirtschafts- und Währungsunion – Auswirkungen auf die Sparkassen“, Bonn/Aachen 1995. – ECU Banking Association (EBA): From ECU to Euro, The EBA's Future Business Potential, Paris 1996. – Endres, Michael: Zahlungsverkehr in der Europäischen Währungsunion, in: WM-Heft 38/1996, S. 1720. – EU-Kommission: Diskussionspapier „Zahlungsverkehr im Binnenmarkt“ („Green-Paper“), Brüssel 1990. – Dieselbe: Erleichterung für grenzüberschreitende Zahlungen: Die Grenzen fallen, Arbeitsprogramm der Kommission, Brüssel 1992. – Dieselbe: Studie zur Kundentransparenz und zu Laufzeiten von grenzüberschreitenden Massenzahlungen zwischen EU-Mitgliedsstaaten, Brüssel 1993/1994. – Dieselbe: Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über grenzüberschreitende Überweisungen, Brüssel 1997. – Dieselbe: Eine Währung für Europa, Grünbuch über die praktischen Verfahren zur Einführung der Einheitswährung, Brüssel 1995. – Europäisches Währungsinstitut: Der Übergang zur einheitlichen Währung, Frankfurt 1995. – Dasselbe: Report on the TARGET System, Frankfurt 1995. – Dasselbe: First Progress Report on the TARGET-Project, Frankfurt 1996. – Dasselbe: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Festlegung des Handlungsrahmens, Frankfurt 1997. – Hadding, Walter/Schneider, Uwe H. (Herausgeber): Rechtsprobleme der Auslandsüberweisung, Band 82/I der Untersuchung über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Berlin 1992. – Hartmann, Wendelin: Die Rolle der Zentralbanken im europäischen Zahlungsverkehr, in: Banking & Finance I/94, S. 12 ff. – Derselbe: Der Großzahlungsverkehr in der Währungsunion, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 16/1996, S. 776 ff. – Derselbe: Die Entwicklung eines europäischen Zahlungsverkehrsnetzes der Zentralbanken, in: Sparkasse 7/1996, S. 298 ff. – Hirschburger, Ute und Zahorka, Hans-Jürgen: Der Euro – So reagieren Unternehmen und Verbraucher auf die Europäische Währungsunion, Deutscher Sparkassenverlag, Stuttgart 1996. – Rehm, Hannes: Perspektiven des Zahlungsverkehrs in der Europäischen Währungsunion, in: Kredit und Kapital Heft 2/1993, Berlin 1993. – Derselbe: Zur künftigen Gestaltung des privaten Massenzahlungsverkehrs in der Europäischen Gemeinschaft in: Hadding/Schneider (Hrsg.),

Rechtsprobleme der Auslandsüberweisung, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Band 82/1, Berlin 1992, S. 563 ff. – *Stülpnagel*, Alexander von: Europäische Währungsunion – Die technische Nagelprobe in: Deutsche Sparkassenzeitung 5. März 1996, S. 1. – *Troberg*, Peter: Zahlungsverkehr in der EU, in: geldinstitute 4 - 5/1996, S. 12 ff. – *Derselbe*: Arbeiten und Pläne zum Zahlungsverkehr, in: Bank Informationen 2/1995, S. 18 ff.

Die Bedeutung der EWWU und der Währungs- umstellung für die deutschen Unternehmen

Von Irmtraud Lux und Heinz Breier, Bonn

I. Der Euro kommt

Seit den Römischen Verträgen ist die Wirtschaft der entscheidende Motor des europäischen Integrationsprozesses. Mit der Währungsunion hat sich Europa einen neuen Integrationsschub vorgenommen, der das Zusammenwachsen der Märkte weiter verstärken wird und den politischen Einigungsprozeß beschleunigen soll. Die politische Union als Dach auch des ökonomischen Binnenmarktes ist das Ziel des vor gut 40 Jahren eingeleiteten europäischen Integrationsprozesses.

Die letzte Zusammenkunft der europäischen Staats- und Regierungschefs im Dezember 1996 in Dublin hat den politischen und rechtlichen Rahmen für die Einführung des Euro in den bekannten Phasen ab 1999 weiter gefestigt und konkretisiert. Für die deutsche Wirtschaft kann dies nur bedeuten, daß ihre Arbeitshypothese „am 1.1.1999 kommt der Euro“ lauten muß. Inwieweit die Unternehmen in Deutschland aber tatsächlich bereits Handlungsbedarf sehen, mit konkreten Überlegungen zum Euro begonnen haben oder innerbetriebliche Vorbereitungen treffen, läßt sich nur schwer zuverlässig feststellen. Umfrageergebnisse liefern kein einheitliches Bild.

Nach Umfragen von ifo und DIHT treffen vier von fünf deutschen Unternehmen noch keine Vorbereitungen und haben sich noch nicht mit der Umstellung auf den Euro befaßt. Eine speziellere Erhebung von KPMG bei 300 Firmen mit über 5.000 Beschäftigten zeigte dagegen, daß mehr als die Hälfte der befragten Unternehmen bereits eine Strategie entworfen hat und mehr als 30 % daran arbeiten. Die daraus abzuleitende generelle Aussage gibt sicherlich die Realität wieder. Größere Betriebe befassen sich intensiver mit den Konsequenzen der Währungsumstellung als kleine und mittlere Unternehmen, die eher eine abwartende Haltung einnehmen und den Euro „auf sich zukommen lassen“.

Insoweit ähnelt die derzeitige Lage derjenigen vor Vollendung des Binnenmarkts Ende 1992. Auch damals ließen sich viele mittelständische Firmen mit einer Binnenmarktstrategie zuviel Zeit und wurden von den tatsächlich eintretenden Veränderungen überrascht. Aus der damaligen Erfah-

rung läßt sich eine weitere Parallele ziehen: Für diejenigen, die nicht mit der Einführung des Euro rechnen oder aus anderen Gründen ihr Unternehmen nicht auf den Euro vorbereiten und die notwendigen Planungsschritte einleiten, kann sich dies nachteilig im Markt auswirken.

Gleichzeitig gilt es jedoch einen entscheidenden Unterschied zu beachten. Der Übergang zum Europäischen Binnenmarkt machte bei kleineren Betrieben mit eng begrenzten räumlichen Märkten keine oder nur unwesentliche Anpassungsprozesse notwendig. Der Übergang zum Euro erfordert unabhängig von Unternehmensgröße und Marktposition in jedem Unternehmen teils marktstrategische, zwingend aber betriebsinterne Umstellungsarbeiten und Anpassungsinvestitionen. Kein Unternehmen kann sich ohne Schaden zu nehmen auf den Standpunkt stellen: „Der Euro interessiert mich nicht“. Jeder Betrieb wird – wenn auch in unterschiedlicher Intensität – mit der Währungsumstellung konfrontiert. Die Einführung des Euro wird sich auf alle Geschäftsprozesse des Unternehmens auswirken. Die Unternehmensbetroffenheit läßt sich unterscheiden in eine marktstrategische und eine betriebsorganisatorische Dimension:

- Wird der einheitliche Währungsraum die Konkurrenzfähigkeit und Marktposition des Unternehmens so beeinflussen, daß Unternehmensstrategie und Vertriebskonzeption anzupassen sind?
- Wann ist der richtige Zeitpunkt für operative Umstellungsmaßnahmen auf den Euro und wie können notwendige Anpassungen bewältigt werden?

In der Unternehmenspraxis werden insbesondere bei außenhandelsorientierten Unternehmen strategische Entscheidungen und operative Umstellungen ineinander greifen.

II. Märkte – Preise – Wettbewerb

Bereits durch den gemeinsamen Markt sind aus bis dahin klassischen europäischen Exportnationen Mitgliedsregionen des weltgrößten ökonomischen Binnenmarktes geworden. Die mit dem Binnenmarkt verbundene Marktöffnung und der Abbau von Grenzbarrieren haben neue Rahmenbedingungen für die Wettbewerbs- und Marktposition von Unternehmen geschaffen.

Die Europäische Währungsunion wird den innereuropäischen Wettbewerb von Produkten, Preisen und Standorten erheblich verschärfen. Für ein Produkt innerhalb der Euro-Zone wird aus bisher mehreren Preisen in jeweils nationaler Währung in Zukunft die Preisstellung in einer einheitlichen Währung erfolgen. Durch diese neue Preistransparenz für Waren und Dienstleistungen entsteht Handlungsdruck für die Unternehmen. Je nach Umfang bestehender Austauschbeziehungen und grenzüberschreitender Geschäftsfel-

der kann diese Preistransparenz für Unternehmen ein erheblich verändertes Wettbewerbsszenario schaffen.

Ausgehend von der höheren Markttransparenz ist nicht nur eine Standortbestimmung der eigenen Wettbewerbsposition vorzunehmen. Auch die Beschaffungs- und Absatzmärkte sind neu zu justieren.

- Bleibt das eigene Angebot konkurrenzfähig in Preis, Angebot, Qualität, Struktur und Vertrieb?
- Werden in der Euro-Zone Güter und Dienstleistungen produziert und angeboten, deren Einbindung in die eigene Produkt- und Angebotspalette zu Kostenreduktion oder Qualitätsverbesserung führt?
- Welche zusätzlichen Absatzchancen folgen aus der neuen Preistransparenz für das eigene Angebot?

Aktivposten der einheitlichen Währung bei den anstehenden unternehmensstrategischen Entscheidungen sind Kosteneinsparungen im Transaktionsbereich. Aus der mit der Einführung des Euro verbundenen Abschaffung der Wechselkurse resultiert der Wegfall des Wechselkursrisikos innerhalb der Euro-Zone. Dies führt nicht nur zu Kostensenkungspotentialen in Folge des deutlich verminderten Absicherungsbedarfs für Wechselkursrisiken. Der Wegfall der Wechselkurse bringt zusätzliche potentielle Vorteile durch höhere Kalkulationssicherheit im grenzüberschreitenden Geschäft mit den Staaten der Währungsunion.

Diese Vorteile werden sich nicht nur die sogenannten Global Player zunutze machen. Auch mittelständische Unternehmen, die Flexibilität, Spezialisierung und Qualität gezielt einsetzen, können aus dem Zusammenwachsen der Märkte Nutzen ziehen. 350.000 deutsche Unternehmen haben Lieferbeziehungen zu EU-Ländern. Vor allem für langfristige Lieferverträge mit ausländischen Partnern wird die Voraussetzung für eine sichere Kalkulationsbasis geschaffen. Mit der Realisierung der Währungsunion ändern sich Marktbedingungen auch zu ihren Gunsten. Heute noch existierende Währungsrisiken und teure Kurssicherungsgeschäfte entfallen. In einer Euro-Zone ohne währungsbedingte Handelsschranken werden Preiskalkulation und Angebotserstellung einfacher und kostengünstiger. Mit der richtigen Strategie können neue Kundengruppen und Absatzgebiete erschlossen werden. Entscheidend für den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens wird aber auch sein, daß durch finanzwirtschaftliche Stabilität des Euro eine ausreichend sichere Kalkulationsbasis für Investitionen im gemeinsamen Währungsgebiet gegeben ist.

Die weitgehende Preistransparenz in dem künftigen einheitlichen Währungsraum wird sich aber nicht auf die Produktpreise beschränken. Auch die Preise für Arbeit werden noch stärker als bisher schon miteinander vergleichbar sein – und auch miteinander verglichen werden. Das gilt sowohl

für Arbeitgeber als auch für Arbeitnehmer. Unternehmer werden im Euro-Gebiet noch leichter feststellen können, an welchem Standort sie besonders preisgünstig produzieren können.

III. Entscheidungsnotwendigkeiten im Unternehmen

1. Die Wahl des richtigen Zeitpunkts

Der Fahrplan der Währungsunion gibt Daten vor, die Anfangs- und Endzeitpunkt eines zweieinhalbjährigen Übergangszeitraumes definieren. Erster möglicher Zeitpunkt für den Beginn der Umstellung ist der 1. 1. 1999, letzter möglicher Zeitpunkt ist voraussichtlich der 1. Juli 2002. Erst auf diesen Termin ist nach derzeitigem Diskussionsstand der Abschluß der Währungsumstellung in Wirtschaft und öffentlicher Verwaltung festgelegt. Spätestens dann müssen auch die Unternehmen komplett auf den Euro umgestellt haben. Bis dahin gilt Entscheidungsfreiheit: keine Behinderung, kein Zwang bei der Einführung und Verwendung der einheitlichen Währung. Das bedeutet für die Wirtschaft: bis spätestens zum 1. Juli 2002 kann grundsätzlich wie bisher in DM gerechnet werden: Bilanzen, Kalkulationen, Verträge, kurz alle Geschäftsvorfälle können weiterhin in DM durchgeführt werden. Rechtlich wird der genaue Umstellungszeitpunkt auf den Euro den Unternehmen also nicht vorgegeben.

In den für Unternehmen wichtigen Vertragsfragen hat sich der rechtliche Rahmen um den Euro nunmehr stabilisiert. Danach bleiben grundsätzlich beim Übergang von der DM zum Euro die Verträge bestehen, da sich lediglich die Zahlen ändern, der Wert aber gleich bleibt. Es gilt der Grundsatz der Vertragskontinuität. Das heißt, sämtliche Forderungen und Verbindlichkeiten werden in ihrem Wert nicht angetastet. Auch alle zwischen den Vertragsparteien sonst vereinbarten Bedingungen gelten weiter, z. B. Zinssätze in Kreditverträgen, Konditionen von Lieferverträgen und Leistungsverträgen.

Die Rechtslage im Verhältnis zu Drittländern, die nicht dem europäischen Recht unterliegen, ist demgegenüber noch ungeklärt, auch was die Vertragskontinuität angeht. Bestehende längerfristige Verträge müssen daher auf ihre Vereinbarkeit mit dem Übergang zum Euro geprüft werden. In Neuverträge sollten klarstellende individuelle Kontinuitätsklauseln aufgenommen werden.

Der Staat selbst wird voraussichtlich keine Vorreiterrolle bei der Einführung des Euro übernehmen. Bargeld wird erst in der letzten Phase des Übergangszeitraumes ab 1. 1. 2002 zur Verfügung stehen. Der öffentliche Sektor und seine Einrichtungen wollen erst am Ende der Übergangsperiode umstellen. Die Konsequenzen für die Wirtschaft wären alles andere als neu-

tral. Ein Unternehmen, das aus Markt- und Wettbewerbsgründen sein internes Rechnungswesen frühzeitig auf den Euro umstellen muß, müßte dennoch steuerrechtlich weiterhin in DM rechnen. Beim Gesetzgeber ist daher eine Bringschuld anzumahnen, damit er seinen Teil dazu beiträgt, den Unternehmen eine kalkulierbarere Basis für den Zeitpunkt der Umstellung und die betriebsinternen Anpassungsinvestitionen zu geben.

Durch Vorsorgemaßnahmen der Sparkassen und Banken erwachsen aus dem betriebsbedingten Zahlungsverkehr keine speziellen Anforderungen für die Wirtschaft an den Umstellungszeitpunkt. Die Kreditwirtschaft schafft die Voraussetzungen dafür, daß ihre Unternehmenskunden von Anfang an die Umstellung ihres internen Rechnungswesens und die Umstellung ihrer Bankkonten reibungslos aufeinander abstimmen können. Die deutschen Sparkassen und Banken werden ab Anfang 1999 alle bargeldlosen Zahlungen sowohl von DM in Euro als auch umgekehrt umrechnen. Konten können also entweder in DM oder Euro geführt werden. Unabhängig davon, auf welche Währung das eigene oder das Empfängerkonto lautet, können Zahlungsverkehrsaufträge wahlweise in DM oder Euro erteilt und ausgeführt werden.

Eine durchaus nachvollziehbare Überlegung im Hinblick auf den Umstellungszeitpunkt ist vor dem Hintergrund der für die Währungsunion teilweise noch unsicheren Rahmenbedingungen derzeit in der Unternehmenspraxis anzutreffen: Sowohl was die organisatorischen, als auch was die technischen Umstellungsaktivitäten angeht, werden in der Anfangsphase Fehler auftauchen und Korrekturen erforderlich werden. Firmen, die erst nach dieser Phase ihre Umstellung beginnen, können von dem zwischenzeitlich gewachsenen Know-how profitieren. Angepaßte branchenspezifische Lösungen dürften dann in höherer Qualität zur Verfügung stehen und die Lösung von Spezialproblemen einfacher vonstatten gehen. Dies stärkt die Tendenz, im Einzelfall zu versuchen, die Umstellung hinauszuschieben.

Eine solche eher vorsichtige Strategie, wie sie die Assoziation für die Europäische Währungsunion in ihrem Leitfaden aus dem Jahre 1996 noch formulierte, kann für einen großen Teil auch mittelständischer Unternehmen zum jetzigen Zeitpunkt keine Leitlinie mehr sein. Zwar sind wesentliche Bedingungen noch ungeklärt. Zahlreiche rechtliche Regelungen auf nationaler und europäischer Ebene sind anzupassen, der Starttermin ist stark verknüpft mit der Diskussion über die Erfüllung der Konvergenzkriterien, und der endgültige Teilnehmerkreis wird erst 1998 festgelegt.

Der letztlich entscheidende Maßstab für den Zeitpunkt der Umstellung und die davon erfaßten Geschäftsfelder eines Unternehmens sind aber die Anforderungen des Marktes und des Wettbewerbs. Die relevanten Kriterien sind der Grad der internationalen Verflechtung, der Umfang der grenzüber-

schreitenden Handelsbeziehungen, die Kundenstruktur und die Lieferantenstruktur. Markt- und Konkurrenzdruck können sehr schnell den vom Gesetzgeber für die Währungsumstellung formulierten Grundsatz „keine Behinderung, kein Zwang“ außer Kraft setzen.

Unternehmen und Dienstleister mit lokalen oder eng begrenzten regionalen Märkten, nur geringen Liefer- oder Abnahmeverflechtungen zu Großunternehmen und wenigen Ex- oder Importgeschäften können ihren Umstellungszeitpunkt in der Tendenz eher nach hinten verschieben. Sie können auf diese Weise die Einheitlichkeit ihres Rechnungswesens in DM erhalten und, soweit sie nicht im grenznahen Raum tätig sind, erst am Ende der Schlußphase auf den Euro übergehen. Für einen möglichst späten Umstellungszeitpunkt kann auch die Kostenplanung des Unternehmens sprechen.

Ein typisches Beispiel für eine völlig andere Markt- und Konkurrenzsituation, die eine zügige Umstellung auf den Euro unabdingbar macht, ist die Zulieferindustrie. Eine dieser Branche vergleichbare Ausgangssituation besteht für alle Unternehmen, die in Beschaffung oder Absatz mit Geschäftspartnern zusammenarbeiten, die als internationale Unternehmen selbst eine Vorreiterrolle für die Währungsumstellung übernehmen werden. Die Anforderungen des Marktes werden hier voraussichtlich eine Sogwirkung auslösen und einen Rutschbahneffekt einleiten, der im Unternehmenssektor trotz der derzeit noch bestehenden vorsichtigen Haltung eine zügige Umstellung auf breiter Front erwarten läßt.

2. Handlungsfelder für Unternehmen

Welche Dimension der Handlungsbedarf im Unternehmen annimmt, kann nur betriebsindividuell bestimmt werden. Er ist abhängig von Kriterien wie Branche, internationale Verflechtung, Absatzmärkte und Beschaffungsseite. Ein Unternehmen, das seine Produkt- und Vertriebsstrategie den durch die Währungsunion veränderten Marktbedingungen anpassen muß, hat andere Aufgaben zu bewältigen als ein Betrieb mit einem lokalen Markt. Schon daran wird deutlich: Es gibt kein Patentrezept für die betriebliche Euro-Inventur.

Der Rahmen der Währungsunion ist aber inzwischen soweit entwickelt, daß eine Basis gegeben ist, um wichtige und notwendige unternehmerische Entscheidungen jetzt zu treffen. Diese Aussage gilt beispielsweise aktuell für einige spezielle Branchen. Unabhängig von den allgemein erwarteten Wachstumseffekten der Währungsunion wird der Übergang zum Euro für einige Wirtschaftssektoren zusätzliche Wachstumsimpulse bringen. Diese Unternehmen sollten mit ihrer innerbetrieblichen Vorbereitung jetzt schon in einem fortgeschrittenen Stadium sein, wenn sie die Marktchancen nutzen wollen.

Mit steigender Nachfrage können Hersteller, Lieferanten und Dienstleister rechnen, die Produkte und Service rund um den Euro anbieten. Kassen, Fahrschein- und Münzautomaten, Parkuhren, Geldzählmaschinen, Abrechnungsgeräte, Zigarettenautomaten, Bargeldautomaten, Kontoauszugsdrucker, Frankiermaschinen, Spielautomaten, Waagen, Scannerkassen – alle Geräte zum Zählen und Messen von Geld müssen entweder angepaßt oder ausgetauscht werden. Schätzungen gehen davon aus, daß allein in Deutschland 3,2 Mio. münzbetriebene Automaten betroffen sind. Im Dienstleistungsbereich ist ein ähnlicher Nachfrageschub zu erwarten durch Anpassungsbedarf von Software, Nachfrage nach Beratungsleistungen sowie Neuausrichtung von Werbung und Kommunikation von Unternehmen in der Euro-Zone. Als letztes Beispiel seien die Papierindustrie und das Druckgewerbe genannt. Preislisten, Kataloge, Verpackungen, Rechnungen oder Quittungen sind den Euro-Preisen anzupassen. Auch für diese Branche kommt es darauf an, schnell mit kundengerechten Produkten oder Dienstleistungen auf dem Markt zu sein, um von der Euro-Umstellung profitieren zu können.

Die Anpassungserfordernisse beim Übergang auf den Euro betreffen das ganze Unternehmen. Exemplarisch werden im folgenden die Anforderungen für zwei Bereiche beschrieben, die technisch-organisatorischen und strategischen Charakter sowie eine innerbetriebliche Querschnittsfunktion haben.

– Finanz- und Rechnungswesen

Die Umstellung auf den Euro ist keine Währungsreform. Liquiditäts-, Vermögens- und Schuldenpositionen werden zu dem für den 1.1.1999 festzulegenden Umtauschkurs umgerechnet. Anders als bei einer Währungsreform werden durch die Transformation von DM in den Euro die Bilanzpositionen materiell nicht verändert. Es gilt das Prinzip der Steuer- und Ergebnisneutralität. Da sich zwar die Zahlen, aber nicht die Werte ändern, wird eine Euro-Eröffnungsbilanz nicht erforderlich. Die Bilanzpositionen im Unternehmen bleiben wertgleich. Daß dies dennoch nicht eine ausschließlich technisch-rechnerische Operation ist, macht ein Blick auf die Devisenpositionen deutlich, bei deren Auflösung möglicherweise stille Reserven aufgedeckt werden.

Der Umstellungsbedarf auch des betrieblichen Rechnungswesens hängt sehr stark vom Grad der Außenhandelsverflechtung ab. Für kleinere Unternehmen mit einfacher Einnahmen-Ausgaben-Überschußrechnung und lediglich lokaler Reichweite dürfte sich in der Praxis eher eine Umstellung erst zum Jahreswechsel 2001/2002 empfehlen. Die Abrechnungen für Steuern, Abgaben und Sozialversicherungsbeiträge sind bis dahin wahrscheinlich in DM zu leisten. Da die Absatz- und Beschaffungsseite lokaler Märkte in der Regel keine vorzeitige Umstellung des internen Rechnungswesens erforder-

lich machen, vermeiden sie durch die späte Umstellung das Nebeneinander von Bilanzierung in DM und interner Rechnungsführung in Euro.

Eine andere Ausgangssituation ist gegeben bei größeren Unternehmen bzw. Unternehmen mit internationalen Verflechtungen. Sie haben sowohl Kunden als auch Lieferanten, die noch in einheimischer Währung abrechnen und Geschäftspartner, die schon ab 1999 in Euro fakturieren werden.

Ein besonderes Problem bei der Bilanzierung stellt sich diesen Unternehmen, wenn sie aufgrund der Anforderungen des Marktes und der grenzüberschreitenden Tätigkeit ihr Controlling und internes Rechnungswesen frühzeitig auf Euro umstellen müssen. Unternehmenspolitische Notwendigkeit und rechtliche Gestaltungsmöglichkeit sind derzeit noch nicht miteinander vereinbar.

Nach geltender Rechtslage sind Unternehmen gehalten, ihre Jahresabschlüsse in deutscher Sprache und DM zu erstellen (vgl. § 244 HGB). Dies widerspricht dem in der Zeit zwischen 1999 und 2002 geltenden Prinzip „keine Behinderung, kein Zwang“ bei der Verwendung des Euro. Die deutsche Wirtschaft hat deshalb die Bundesregierung aufgefordert, den § 244 HGB so zu ändern, daß auch eine Bilanzierung in Euro von den Steuerbehörden akzeptiert wird. Derzeit bleibt allerdings das Bundesfinanzministerium noch auf dem Standpunkt, daß der öffentliche Sektor erst am Ende der Übergangszeit die Umstellung auf den Euro vornimmt. Bleibt es dabei, wären Unternehmen mit einer Handelsbilanz in Euro gezwungen, für steuerliche Zwecke eine gesonderte Steuerbilanz in DM zu erstellen.

– Kalkulation und Preisfindung

Die Einführung des Euro erfordert eine gründliche Überprüfung von Kalkulation und Preispolitik eines Unternehmens. Die Angebotskalkulation sollte zum Beispiel für Abnehmer aus dem Euro-Raum angepaßt werden, wenn innerhalb der Währungsunion durch Wegfall von Kurssicherungsgeschäften neue Preisspielräume gegeben sind, die auch die Konkurrenten nutzen wollen. Aus diesem Grund können auch bei abgeschlossenen langfristigen Vereinbarungen und Aufträgen Nachkalkulationen erforderlich werden. Bei engen Lieferverpflichtungen mit Großabnehmern sind auch von kleinen Unternehmen Preisverhandlungen schon frühzeitig in Euro zu führen.

Kalkulation und Preisgestaltung sind Geschäftsfelder, in denen sich bisherige Unterschiede zwischen großen und kleinen Unternehmen durch die Einführung des Euro verringern. Denn auch Betriebe, die ohne internationale Verflechtung auf lokale Märkte orientiert sind, müssen neu kalkulieren. Eine ausschließlich technische Umrechnung von DM-Preisen in Euro-Preise

reicht nicht aus. Aus einem bisherigen Signalpreis von DM 9,99 wird beispielsweise ein wenig akzeptabler Euro-Preis von 5,43. Auch umgerechnet 2,71 Euro für eine Packung Zigaretten wird weder der Automat noch der Kunde akzeptieren. Schwierig wird die Euro-Preisfindung in der Produktion von preiswerten Massenartikeln. Sie kann auf einen Schlag unrentabel werden, wenn einerseits ein aufgerundeter Euro-Preis am Markt nicht durchzusetzen ist, und andererseits eine Abrundung die bei diesen Artikeln ohnehin knappe Gewinnspanne aufzehrt. Auch die Öffentliche Hand hat im übrigen das Problem der angemessenen Euro-Preisfindung für Gebühren sowie gesetzlich festgelegte DM-Beträge und Freigrenzen.

Häufig wird es deshalb für ein Unternehmen nicht ausreichen, durch Umrechnen und Auf- oder Abrunden zu Preisen zu gelangen, die vom Lieferanten oder Endverbraucher auch akzeptiert werden. Eine Alternative kann die Änderung von Packungsgrößen sowie die Variation von Füllgewichten und Füllmengen darstellen. Darauf ist dann wiederum die Produktion rechtzeitig auszurichten.

Ob es eine Pflicht zur doppelten Preisauszeichnung in DM und Euro während der Übergangsphase geben wird, steht noch nicht fest. Verbraucherverbände und Europäische Kommission stehen einer solchen Pflicht positiv gegenüber, während der Handel sie wegen des damit verbundenen organisatorischen und finanziellen Aufwandes ablehnt. Ohnehin gilt seit Mitte des Jahres eine EU-Richtlinie, nach der alle Waren auch mit dem Preis pro Maßeinheit auszuzeichnen sind, was die Preisinformation bereits jetzt verdoppelt.

Der Euro wird mit dem vertraglichen Beginn der Währungsunion eine eigene Währung. Euro-Banknoten und -Münzen werden voraussichtlich erst ab dem 1.1.2002 ausgegeben werden. Von 1999 bis 2002 beziehen sich also alle Umstellungsvorgänge auf unbare Zahlungen. Sobald jedoch Münzen und Banknoten in Umlauf gesetzt werden, ist damit eine Annahmeverpflichtung verbunden. Während der Umtauschphase, die nach den jetzigen Planungen sechs Monate, also bis spätestens 1.7.2002, dauern soll, sind also DM und Euro in bar zu akzeptieren. Naturgemäß stellt dies vor allem Unternehmen mit hohem Bargeldanteil (Handel) sowie Automatenher- und -aufsteller vor besondere Herausforderungen. Sobald die genauen Spezifikationen des neuen Bargelds bekannt sind – für die Banknoten ist dies ja bereits der Fall – werden die Anpassungsarbeiten der Hersteller beginnen. Käufer von Waagen, Automaten, Kassen etc. sollten bei Neubestellungen jetzt schon darauf achten, Euro-geeignete Geräte zu ordern.

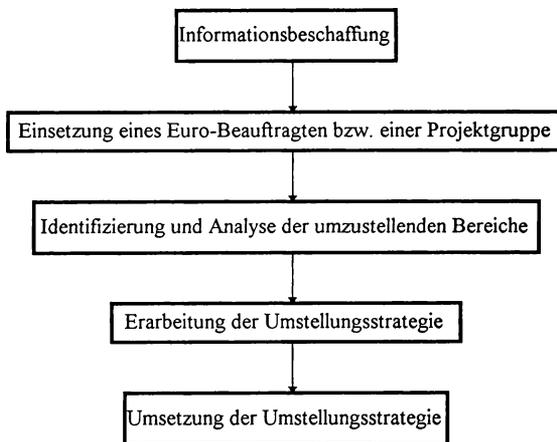
Bargeld wird während dieser Umtauschphase besonders teuer. Viele Händler haben aus diesem Grund bereits jetzt begonnen, durch das Angebot bargeldloser Zahlung (ec-Karte, Kreditkarte, Geldkarte) den Bargeldanteil

zu reduzieren. Wegen des erheblichen Aufwands, mit dem der Handel in dieser Zeit rechnet, haben sich seine Verbände für eine deutliche Verkürzung der Doppelwährungsphase ausgesprochen. Ob es dazu kommt, ist jedoch noch offen.

3. Der Euro als Projekt

In jedem Unternehmen sollten Informationsbeschaffung über den Euro, Koordinierung der Planungsschritte, Festlegung eines Maßnahmen- und Zeitplanes, Kalkulation des Investitionsbedarfes und Überwachung der Anpassungen systematisch durchgeführt werden. Dafür ist eine personelle Verantwortung festzulegen.

In kleineren Firmen kann mit dieser Aufgabe ein Euro-Beauftragter betraut werden, in größeren Unternehmen wird ein durchdachtes Projektmanagement erforderlich. Seit Anfang 1996 sind in rascher Folge Publikationen – vor allem von Kreditwirtschaft und Verbänden – erschienen, die praktische Hinweise für die Bildung von Projektteams zum Euro geben. Die Assoziation für die Europäische Währungsunion schlägt folgenden Stufenplan vor:



Jedes Unternehmen wird durch die notwendige Anpassung an den Euro belastet. Innerbetriebliche Reibungsverluste und Kosten sind um so geringer, je frühzeitiger die Umstellung vorbereitet wird. Die Ertragsseite wird aber überwiegen. Erst die Währungsunion wird die Vorteile des Binnenmarktes für Unternehmen und Verbraucher voll zur Geltung bringen.

Literatur

Assoziation für die Europäische Währungsunion (Hrsg.): Umstellung auf die Gemeinschaftswährung, Praktischer Leitfaden für Unternehmen, 1996. – *Büschgen*, Hans. E.: Kosten und Effizienzgewinne durch einheitliche Währung. In: *Handelsblatt* v. 17.4.1997. – *Bundesverband der Deutschen Industrie* (Hrsg.): Euro-Service, Dezember 1996 Nr. 1, März 1997, Nr. 2. – *Deutscher Sparkassen- und Giroverband* (Hrsg.): Der Euro und Ihr Unternehmen, IV-12/1996. – *Hafke*, Heinz Christian: Die DM als Erscheinungseinheit des Euro. In: *Börsenzeitung* v. 4.1.1997. – *Köhler*, Horst: Deutschland vor der Europäischen Währungsunion. In: SPARKASSE, 1/1997. – *Zeitler*, Franz Christof: Die Europäische Währungsunion – Auswirkungen auf kleine und mittlere Unternehmen, Vortrag 10/1996.

Zusammenfassung

Mit der Währungsunion hat sich Europa einen neuen Integrationsschub vorgenommen, der das Zusammenwachsen der Märkte weiter verstärken wird und den politischen Einigungsprozeß beschleunigen soll. Der Euro wird den innereuropäischen Wettbewerb von Produkten, Preisen und Standorten verschärfen. Handlungsdruck für die Unternehmen entsteht vor allem durch die größere Markt- und Preistransparenz, die für Unternehmen je nach Umfang ihrer grenzüberschreitenden Handelsbeziehungen, Beschaffungsmärkte und Kundenstrukturen ein neues Wettbewerbsszenario schaffen wird. Unabhängig von Unternehmensgröße, internationaler Verflechtung und Marktposition erfordert der Übergang zum Euro in jedem Unternehmen teils marktstrategische, zwingend aber betriebsinterne Umstellungsarbeiten und Anpassungsinvestitionen. Welche Dimension der Handlungsbedarf im Unternehmen annimmt, ist betriebsindividuell. Es gibt kein Patentrezept für die betriebliche Euro-Inventur. Der Zeitpunkt der betriebsinternen Umstellung richtet sich nach den Anforderungen des Marktes und des Wettbewerbes. Sie werden voraussichtlich eine Sogwirkung auslösen und einen Rutschbahneffekt einleiten, der im Unternehmenssektor trotz der derzeit noch bestehenden zögerlichen Haltung eine zügige Umstellung auf breiterer Front erwarten läßt.

Praktische Aspekte der Währungsumstellung für die öffentliche Verwaltung – aus Sicht der Kommunen

Von Ingo Ellgering, Köln, Rainer Jürgenliemk
und Rainer Book, Düsseldorf¹

I. EWWU – eine Herausforderung an die Kommunen

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion ist auch in den Kommunen derzeit ein aktuelles und brisantes Thema. Diese Feststellung bezieht sich jedoch vorwiegend auf die Bedingungen für die Realisierung – weniger hingegen noch auf den praktischen Umstellungsprozess.

Im Jahreswirtschaftsbericht 1996 fordert die Bundesregierung gemeinsame Anstrengungen von Bund und Ländern im Rahmen eines nationalen Stabilitätspaktes, in den auch die Kommunen einbezogen werden sollen. Der hiermit anvisierte Spielraum soll gleichgewichtig zur Senkung der öffentlichen Defizite und zur Rückführung der Steuer- und Abgabenbelastung genutzt werden, was als Voraussetzung für die Erfüllung der Maastricht-Kriterien zum Eintritt der Bundesrepublik in die EWWU gesehen wird. Diese Forderung trifft die Kommunen in einer dramatischen Haushalts- und Finanzkrise, die durch konjunkturbedingte Einnahmeausfälle, Abgaben für den Solidaripakt, gesetzliche Aufgabenverpflichtungen und hohe, steigende Sozialausgaben gekennzeichnet ist.

Also bereits die Vorbedingungen für die Teilnahme Deutschlands an der Währungsunion belasten die Kommunen. Sie bestimmen derzeit die Diskussion der Thematik in den Gemeinden, Städten und Kreisen. Erst wenn hier Klarheit erlangt ist, wird auch der praktische Teil der Währungsumstellung in den Kommunen verstärkt Behandlung finden – wissenschaftliche Untersuchungen und Abschätzungen der Umstellungsaufwendungen für den kommunalen Bereich belegen jedoch, das bereits heute die Planung und Vorbe-

¹ Der Beitrag basiert auf einer Studie zu den Anforderungen aus der Währungsunion an die Kommunen in der Bundesrepublik, die im Auftrag des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes, Bonn, durch die WestKC – Westdeutsche Kommunal Consult GmbH, Düsseldorf, und in Zusammenarbeit mit einer Projektgruppe beim DSGV erstellt wurde.

Der hier vorliegende Text wurde Ende November 1996 zur Drucklegung abgeschlossen.

reitung der Maßnahmen dringend erforderlich ist, um fristgerecht den Währungswechsel vollziehen zu können.

Auch die Anforderungen an effiziente, kundenorientierte Leistungen beschäftigen und belasten die Kommunen derzeit. In der Mehrzahl der Gemeinden hat ein Reorganisationsprozeß zur umfassenden Modernisierung der kommunalen Verwaltung (mit den Schlagworten: schlanke Verwaltung, Dienstleistungsunternehmen Kommune, Konzern Stadt) begonnen. Die Kommunen suchen nach modernen, flexiblen Steuerungs- und Führungsmethoden, um ihre Leistungsfähigkeit zu steigern und die durch die knappen Haushaltsmittel eingeeengten Handlungsspielräume zurückzugewinnen. Die Aufgabe der Währungsumstellung, die spätestens 2002 abgeschlossen sein soll, belastet die Kommunen daher zusätzlich und in einer Zeit des allgemeinen Umbruchs. Die Einführung des Euro in den Kommunen ist eine Herausforderung für die sich wandelnden Verwaltungen und das politische System auf kommunaler Ebene.

Für die Einführung des Euro ist ein konkreter Europäischer Stufenplan festgelegt worden. Dieser ist Basis für die Umstellungsplanungen aller „Währungsverwender“, ist also Entscheidungsgrundlage für die Bürger, Unternehmen und auch für die Verwaltungen auf allen Staatsebenen. In dem vorgegebenen Rahmen müssen auch die Kommunen ihre Umstellungsaktivitäten durchführen. Für die Kreise, Städte und Gemeinden in der Bundesrepublik gelten dabei allerdings einige wesentliche Abhängigkeiten und „Nebenbedingungen“:

- Kommunales Handeln bedarf in vielen Fällen rechtlicher Vorgaben und Regelungen. Hier sind zunächst die EU, nachfolgend die Bundesrepublik und insbesondere dann die Länder gefordert.
- Weiterhin relevant sind zusätzlich das Verhalten der „Geschäftspartner“ der Kommunen bei der Währungsumstellung – sowohl innerhalb des Verwaltungssystems als auch in den Beziehungen der Kommune zu den Bürgern und Unternehmen im Gemeindegebiet.
- Für den Vollzug der Währungsumstellung im kommunalen Bereich bedürfen auch einige kommunale Rechtsnormen der Anpassung und entsprechender Vorbereitungen zur Umstellung. Hinzu kommen vielfältige verwaltungstechnische und organisatorische Anpassungsnotwendigkeiten.

Aus Sicht der Kommunen sollen diese einzelnen Bereiche im folgenden weiter spezifiziert werden.

II. Kommunales Handeln: abhängig von gemeinschaftsrechtlichen und staatlichen Vorgaben

Unbedingte Voraussetzung für kommunales Handeln bei der Währungsumstellung ist die Spezifizierung der EU-Vorgaben und die Umsetzung dieser Regelungen in Gesetzen, Verordnungen und Erlassen des Bundes und der Länder. Wesentlich sind z. B. das Währungsgesetz, Steuergesetze, Haushaltsgesetze, Finanzausgleichsgesetze, Gesetze zur bundes- und landeseinheitlichen Statistik und alle Leistungsgesetze.

Die Ratsverordnungen (Entwürfe) der Europäischen Kommission mit den wichtigsten rechtlichen Rahmenbedingungen für die Einführung und den Gebrauch der europäischen Gemeinschaftswährung wurden beim Gipfeltreffen der Staats- und Regierungschefs Mitte Dezember 1996 in Dublin mit dem Ziel einer „politischen Beschlußfassung“ beraten; die Rechtsumsetzungen in den Mitgliedsländern der EWWU sollen dann nach dem EU-Fahrplan bis 1998 erfolgen. In der Bundesrepublik liegen dafür bisher aber noch keine abgeschlossenen Planungen vor. Erst wenn hier konkrete Ergebnisse erzielt werden, sind Detailarbeiten auch in den Ländern zu erwarten. Die Berücksichtigung kommunaler Belange zur Währungsumstellung ist bisher noch weitgehend zurückgestellt. Sie wird vermutlich erst erfolgen, wenn insgesamt die Handlungsnotwendigkeiten in den deutschen Bundesländern hinreichend spezifiziert sind.

Mit dem jetzigen Stand der Entwürfe zu den EU-Vorgaben sowie mit einigen politischen Diskussionen zu Detailfragen der Währungsumstellung sind für die Kommunen z. T. erhebliche Probleme verbunden. So ist die derzeit noch offene Frage nach dem Zeitplan zur Währungsumstellung relevant, inwieweit für die öffentliche Verwaltung – anders als für Unternehmen im Rahmen der freien Vertragsgestaltung – die Pflicht besteht, dem Bürger bei allen Zahlungsnotwendigkeiten die entsprechenden Zahlungsmöglichkeiten immer auch in zwei Währungen anzubieten. Dieses ist für den Zeitraum voraussichtlich Januar bis Ende Juni 2002 entscheidend², in dem sowohl Deutsche Mark als auch Euro als Bargeld im Umlauf sind und gesetzliche Zahlungskraft haben (im unbaren Verkehr kann die Doppelwährungsfähigkeit über die Service-Angebote der Sparkassen und Landesbanken hergestellt werden). Möglicherweise kann also ein Bürger an einer Parkuhr, die „nur“ auf Deutsche Mark eingestellt ist, auf den Euro als ebenfalls offizielles Zahlungsmittel verweisen und umgekehrt. Den Kommunen

² Die Vorlagen sehen einen Übergangszeitraum von maximal sechs Monaten vor, in dem sowohl die nationalen Währungen als auch der Euro als Buch- und Bargeld parallel laufen können. Aktuelle Diskussionen und politische Zielsetzungen wirken demgegenüber zumindest in der Bundesrepublik auf eine Verkürzung dieser Phase des parallelen Bargeldumlaufs hin.

drohen hier entweder Einnahmeausfälle oder stark kostenintensive Investitionen, um alle Wert- und Kassenautomaten für das halbe Jahr 2002 in bezug auf die Bargeldannahme „doppelwährungsfähig“ auszugestalten. Eine Lösung dieses Problems ist gerade im Interesse der Kommunen notwendig und dringlich.

Für die Gemeinden, Städte und Kreise als sehr kostenintensiv und aufwendig kann sich auch die Verpflichtung durch den Gesetzgeber zur Doppelausweisung aller Preise gestalten, die mit Blick auf den Verbraucherschutz in Europa derzeit diskutiert wird. Eine zusätzliche Beschilderung aller Parkuhren und Kassenautomaten mit den umgerechneten Euro-Preisen bereits zeitlich vor entsprechenden Zahlungsmöglichkeiten in der neuen Währung erscheint sehr aufwendig. Gleiches gilt für die nachrichtliche Ausweisung von DM-Werten zur Euro-Angabe für Bereiche, bei denen gleichzeitig, z. B. zur Bereinigung von „Spitter-Beträgen“, auch Leistungsveränderungen (etwa eine mit Blick auf die automatischen Kassen notwendige Neufestsetzung des Hallenbad-Eintrittspreises bei Änderung der Nutzungszeit) vorgenommen worden sind. Die Forderung der Verbraucherverbände nach Offenlegung aller in der Umrechnung versteckten Preiserhöhungen ist verständlich – reale Preisveränderungen werden andererseits notwendig werden und auch durch diese Pflicht nicht verhindert werden können. Die mit einer Ausweisungspflicht verbundenen erheblichen Kosten werden zudem nicht alleine dem Anbieter einer Leistung auferlegt werden können, zumal gerade die Kommunen an der Grenze ihrer finanziellen Möglichkeiten angelangt sind.

Neben den Rechtsvorgaben durch EU, Bund und die Länder sind einige Verwaltungsbindungen relevant zur Bestimmung eines kommunalen Stufenplanes zur Währungsumstellung:

- Die Verpflichtung zur vorausschauenden Finanzplanung kann zur faktischen Notwendigkeit führen, bereits einige Jahre vor der Währungsumstellung parallele Angaben auch in der neuen Währung zu machen (z. B. durch den Umrechnungsfaktor, Euro-Angabe).
- Die Abgaben- und Haushaltsplanungen für das Jahr 2002, in dem die Deutsche Mark die gesetzliche Zahlungskraft verliert, werden spätestens im Jahr 2001 vorgenommen. Diese Abschätzungen müssen also bereits in Euro erfolgen, auch wenn die Kommune insgesamt noch gar nicht umgestellt hat.
- Die Grundsätze der Jährlichkeit und zeitlichen Bindung ermöglichen Währungsumstellungen jeweils nur zum Beginn eines Haushaltsjahres.

III. Währungsumstellung als „Konzertierte Aktion“ in der öffentlichen Verwaltung und Abstimmung mit den Bürgern und Unternehmen

Nicht nur Rechtsvorgaben, sondern auch das Verwaltungshandeln der übergeordneten Ebenen sind entscheidend für die Planungen zur Währungsumstellung der Kommunen. Erst wenn etwa der Steuermeßbescheid in Euro vorliegt, kann dieser auch in der gleichen Währung durch die Kommune an den Steuerpflichtigen weitergegeben werden. Die Währungsumstellung der gesamten öffentlichen Verwaltung muß demnach „Hand in Hand“ erfolgen.

Die Bundesregierung hat für die Währungsumstellung der Bundesverwaltung den spätest möglichen Zeitpunkt festgelegt. Der erste Bundeshaushalt in Euro wird demnach erst 2002 vorliegen. Nach dieser Vorgabe kann insgesamt davon ausgegangen werden, daß der gesamte öffentliche Sektor, d. h. Bund, Länder, die Sozialversicherungsträger, alle Träger der Selbstverwaltung und auch die Kommunen, die jeweiligen Geschäftsvorgänge erst am Ende der Übergangsphase, also etwa Ende des Jahres 2001 bzw. zu Beginn des Jahres 2002, auf den Euro umstellen werden. Alle Transaktionen von öffentlichen Stellen – wie Zahlungen von Steuern, Renten, Löhnen, Gehältern, Sozialhilfeleistungen – werden solange in Deutsche Mark durchgeführt, bis der Euro auch als Bargeld vorliegt, spätestens am 1.1.2002.

Nach dieser zeitlichen Handlungsvorgabe von seiten des Bundes wird für die Kommunen in der Bundesrepublik klar, daß mit den Vorbereitungen zur Währungsumstellung nicht bis zum Vollzug des Währungswechsels in den staatlichen Ebenen und damit bis zur Vorlage aller für kommunales Handeln notwendigen Ermächtigungen, Bestimmungen und einheitlichen Regelungen gewartet werden kann. Da der Währungswechsel nach EU-Vorgabe bis spätestens zum 30.6.2002 vollzogen sein muß, verbleibt den Gemeinden, Städten und Kreisen nach der Umstellung der Bundesverwaltung Anfang 2002 kein ausreichender zeitlicher Spielraum mehr. Die Kommunen sind daher faktisch gezwungen, ihre Vorbereitungen zur Einführung des Euro parallel zu den Aktivitäten auf Bundes- und Landesebenen anzugehen, auch wenn dann noch Vorgaben fehlen und Entscheidungsgrundlagen vorläufig offen bleiben.

Die Kommunen müssen sich darauf vorbereiten, zeitlich parallel zu den anderen Ebenen der öffentlichen Verwaltung ihre Währungsverwendung umstellen zu können. Im Zusammenhang hiermit ist allerdings für alle weiteren Planungen und Aktivitäten ein konzertiertes Vorgehen aller Staatsebenen bei der Währungsumstellung einzufordern. Kommunale Belange müssen frühzeitig in die Umstellungsplanungen auch des Bundes und der

Länder integriert werden. Aus Sicht der Kommunen kann allen Ebenen öffentlicher Verwaltung nur ein zeitlich und sachlich koordiniertes Vorgehen und Planen vorgeschlagen werden; eine „Konzertierte Aktion Währungsumstellung“ wäre ein angemessenes Instrument zur Bewältigung der Vorbereitungs- und Umstellungsprobleme.

Die Kommunen selbst sind Auftraggeber der privaten Unternehmen, sie schaffen Standortbedingungen für die Wirtschaft, sie tragen als lokaler großer Arbeitgeber über die Lohn- und Gehaltszahlungen zum Wirtschaftskreislauf bei und ihre wirtschaftlichen Unternehmen sind ein wesentlicher Wirtschaftsfaktor in den Regionen. Sie erheben Steuern, Gebühren und Beiträge, gewähren materielle Leistungen und orientieren sich mit ihren Dienstleistungen am Bedarf der Bürger und der lokalen Wirtschaft. Mit dieser Positionierung werden die Kommunen für ihre Umstellungsplanungen auch das Währungsverhalten ihrer Partner berücksichtigen müssen. Alle Bürger und Unternehmen können bereits ab 1999 frei über die jeweiligen Umstellungszeitpunkte entscheiden. Zwischen 1999 und Anfang 2002 besteht die Möglichkeit, den kompletten unbaren Geldverkehr in Euro zu tätigen; ab der Ausgabe von Euro-Noten und Münzen kann die Währungsumstellung vervollständigt werden.

Für Kommunen ergibt sich daraus: Ein ortsansässiges Unternehmen kann bereits ab 1999 frei entscheiden, ob es z. B. seiner Gewerbesteuerpflichtung mit einer Deutsche Mark- oder Euro-Überweisung nachkommen will. Die Bundesregierung faßt ihre Einstellung zu Euro-Zahlungen für den Zeitraum 1999 bis Ende 2001 wie folgt zusammen: „Keine Behinderung, kein Zwang“.

Das Verhalten der Kunden und Geschäftspartner einer Kommune kann wie folgt abgeschätzt werden:

- Die Geld- und Devisenmärkte und voraussichtlich auch die Kapitalmärkte werden bereits ab 1999 nur noch in Euro handeln.
- Große und international tätige Unternehmen werden vermutlich bereits sehr früh möglichst weitgehend schon den unbaren Bereich auf Euro umstellen.
- Bei kleineren Unternehmen und z. B. dem Handwerk werden sehr späte Umstellungen erwartet.
- Bei den Bürgern kann eine stark unterschiedliche Währungsverwendung angenommen werden: einige werden die neue Währung schnellstmöglich – also unbar bereits ab 1999 – nutzen wollen, andere werden erst so spät wie möglich Abschied von der Deutschen Mark nehmen.

Zur Pflege der örtlichen bzw. regionalen Wirtschaft, mit Blick auf Bürgerservice und Kundenfreundlichkeit, müssen sich die Kommunen auf die Währungsverwendung ihrer Partner einstellen. Konkret kann dieses bereits

ab 1999 beispielsweise bedeuten, jeden offiziell auf Deutsche Mark lautenden Forderungsbescheid in einem „Begleitschreiben“ auch in Euro auszudrücken. Den Partnern und Kunden der Kommune wird damit ermöglicht, zusätzlich zu den Zahlungen (die durch Sparkassen und Landesbanken in die jeweils gewünschte Währung transferiert werden) auch den zahlungsbegleitenden Schriftwechsel nach deren Währungswahl zu gestalten. Mit gleicher Zielrichtung sollten dann auch nach der Umstellung der Kommune auf Euro noch Schriftwechsel auch in Deutscher Mark möglich sein.

Für verschiedene Teilbereiche der Kommune – etwa für bestimmte Leistungsbereiche der Verwaltung, die kommunale Verkehrsgesellschaft, Stadtwerke usw. – können mit Blick auf die jeweiligen Kunden und Geschäftspartner unterschiedliche Umstellungszeitpunkte erforderlich erscheinen. Insgesamt ist jedoch auch hier ein abgestimmtes Agieren sowie mindestens eine begleitende Öffentlichkeitsarbeit zur Währungsumstellung in der Kommune notwendig.

IV. Die Währungsumstellung – eine umfangreiche, kostenintensive kommunale Aufgabe

Nach der kommunalen Festlegung einer Umstellungsstrategie – also der Entscheidung, zu welchem Zeitpunkt welche kommunalen Leistungen auch in der neuen Währung angeboten werden und der Wahl eines Zeitpunktes für die komplette Anpassung der Verwaltung an die Nutzung des Euro – gilt es, die einzelnen notwendigen Umstellungsbereiche zu planen und zu gestalten. Die Haushaltsplanung, die Aufstellung und Festsetzung des Haushaltsplanes, die Beschlußfassung über den Plan, die Durchführung des Haushaltsplanes, die Haushaltsüberwachung, das Kassen- und Rechnungswesen, das Controlling, das Prüfungswesen, die Statistik, das Berichtswesen, die Tages-, Monats- und Jahresabschlüsse – für alle Schritte der kommunalen Haushaltswirtschaft müssen Umstellungsbedarfe zur Anpassung auf den Euro geprüft werden. Wesentlich sind hier die kommunalen Rechtsnormen sowie die Umstellungen in Automation und Technik.

V. Anpassung kommunaler Rechtsnormen

Auch für die Kommunen ergeben sich Notwendigkeiten zur Anpassung ihrer Rechtsnormen. Die wichtigsten Bereiche des kommunalen Satzungsrechtes sind:

- die Hauptsatzung
- mit den finanziellen Regelungen über Entschädigungen, Verdienstauffälle, Regelstunden und Kinderbetreuungskosten,

- mit den Festsetzungen der Entschädigungen für Bürgermeister, ihre Stellvertreter und für Fraktionsvorsitzende,
- mit den Bestimmungen über die Höhe der Zuwendungen für Fraktionen zu den Aufwendungen für die Geschäftsführung;
- die Haushaltssatzung
 - mit den veranschlagten Einnahmen und Ausgaben des Haushaltsplanes,
 - mit den Kreditaufnahmen für Investitionen,
 - mit den Verpflichtungsermächtigungen;
- das kommunale Zuständigkeitsrecht
 - mit den Festlegungen über Entscheidungsgrenzen der Fachausschüsse,
 - mit Festlegungen der Wertgrenzen bestimmter Geschäftsvorgänge,
 - mit Regelungen über Vergaben und Ausschreibungen nach den Verdingungsordnungen;
- die Verwaltungsgebührensatzung
 - mit den Festsetzungen aller Gebühren für Vervielfältigungen, Beglaubigungen, Bescheinigungen,
 - mit den Kostenregelungen bei der Übernahme von Bürgschaften und Garantien,
 - mit den Kostenregelungen für Gutachten, technische Arbeiten und sonstige Dienstleistungen,
 - satzungsrechtliche Regelungen über die Inanspruchnahme öffentlicher Einrichtungen (Tarife und Gebühren);
- kommunale Steuersatzungen
 - Hundesteuer,
 - Vergnügungssteuer,
 - Verpackungssteuer, sonstige Steuern;
- Verordnungen über Ordnungswidrigkeiten und Geldbußen
 - bei Verstößen gegen die öffentliche Sicherheit und Ordnung,
 - bei Verstößen gegen Regeln des Handels- und Gewerberechts;
- kommunale Gebühren- und Beitragssatzungen
 - Sondernutzungen öffentlicher Flächen,
 - Kostenregelungen für die Leistungen der Feuerwehr,
 - Stellplatzablöseregelungen,
 - Verbandsbeitragsregelungen,
 - Benutzungsgebühren für öffentliche Einrichtungen (Abfallbeseitigung, Straßenreinigung, Abwasserbeseitigung, Friedhofswesen),
 - Beitragsregelungen für Investitionen nach Kommunalabgabengesetzen.

Diese eigenen, gemeinderechtlichen Normen – sie bieten den Gemeinden erst die Grundlagen, in die privaten Rechtsbeziehungen einzugreifen – beinhalten vielfach die Währungsangabe als Basis für kommunale Leistungen und öffentliche Verpflichtungen. Jede Kommune muß das jeweilige Satzungsrecht auf alle währungsbezogenen Angaben prüfen, die Änderungsnotwendigkeiten zeitlich und sachlich feststellen und ggfs. Berichtigungssatzungen erlassen. Kommunale Sachverständige schätzen allein den Zeitaufwand zur Überprüfung und Berichtigung der Satzungen und Rechtsverordnungen auf etwa 1 Jahr.

Mindestens alle gemeindlichen Gebühren, die bei Umrechnung auf Euro zu ungeraden und unpraktikablen Splitterbeträgen werden, bedürfen der Änderung, um wieder auf einen geraden Betrag zu kommen. Mit notwendigen Bereinigungen von Splitterbeträgen werden Auf- oder Abrundungen der Euro-Preise erforderlich. Reale Verteuerungen bei kommunalen Gebühren sind jedoch häufig politisch nicht durchzusetzen; Abrundungen führen zu geringeren Einnahmen im Haushalt und zu geringen Erlösen in Wirtschaftsplänen. Deshalb werden Rundungen allein in vielen Fällen nicht sinnvoll sein. Für diese Fälle gilt es, ggf. die Leistungen bzw. Größen oder Mengen zu verändern. Derartige Anpassungen kommunaler Leistungseinheiten aber müssen in ihren Wirkungen prognostiziert, kalkuliert, beschlossen und in Euro-Angaben als Preisauszeichnungen veröffentlicht oder dem Bürger in einzelnen Bescheiden mitgeteilt werden. Die verwaltungsseitigen Vorbereitungen hierfür können im Einzelfall immens sein.

Anders als in Unternehmen sind für die notwendigen Preis- und/oder Leistungsanpassungen in den Kommunen Beschlußfassungen der politischen Vertretungen notwendig. Da jede einzelne gemeindliche Gebühr erneut alle Hürden und politischen Diskussionen im Rat/Kreistag überwinden muß, erfordert die Anpassung des kommunalen Rechtes entsprechende erhebliche Vorlaufzeiten.

VI. Der technisch-organisatorische Vollzug der Währungsumstellung in den Kommunen

Die Anpassung der im Verwaltungsbetrieb genutzten Technik, EDV-Software sowie die Umrüstung aller Verwaltungsmaterialien, die Währungsinhalte tragen, werden die größten Kostenblöcke innerhalb der gesamten Umstellungsaktivitäten zum Währungswechsel bilden. Für diese technischen Umstellungen werden die längsten Vorbereitungszeiten erwartet.

Die EDV ist insgesamt als wichtigstes Teilelement im Umstellungsprozeß zu sehen. Sie wird allen Mitarbeitern und Entscheidungsträgern in der Kommune zunächst Hilfsmittel zur Umrechnung zwischen Deutsche Mark

und Euro sein. Darüber hinaus müssen alle Daten z.B. der Finanzplanung, der Haushaltswirtschaft, des Controllings und alle automatisierten Verwaltungsverfahren wie die Erstellung von Zahlungsbescheiden oder die Zahlungsanweisungen für Gehälter in einer Kommune zu einem festgelegten Datum in die neue Währung übertragen werden. Da jedoch auch bereits vor einer zentralen Umstellung Euro-Beträge den Verwaltungssektor (etwa in Rechnungen für externe Leistungen) erreichen können und sogar auch nach dem Gültigkeitsverlust der DM bei Verwaltungsverfahren mit Bezugsdatum auf die Vorjahre noch die „alte“ Währung genutzt werden muß, wird sich an die EDV in vielen Bereichen auch die Notwendigkeit paralleler Berechnungen und Ausweisungen stellen.

Spezielle Anforderungen an die automatisierten Verwaltungsverfahren ergeben sich in einigen Fällen zudem durch die voraussichtliche Notwendigkeit, für die Übergangszeit unterschiedliche Preise in den beiden Währungen für gleiche Produkte festzusetzen (Hallenbad-Eintrittspreis z.B. 5 DM, in Euro mit einem fiktiven Kurs z.B. 2,64, für die Kassenautomaten jedoch vermutlich zu ändern auf 2,50, 2,60 oder auch 2,- bzw. 3,- Euro). Diese Festlegungen müssen in der Buchhaltung ebenso nachvollzogen werden können wie die Rundungen und die beim Umwandlungsprozeß möglichen Summendifferenzen.

Nach den ersten Abschätzungen einer deutschen Großstadt belaufen sich allein die Umstellungskosten für die dort bisher implementierten insgesamt 70 automatisierten Verfahren von Deutsche Mark auf Euro auf etwa eine Million Deutsche Mark; die Bearbeitung beansprucht mindestens 6 Monate.

Der Bedarf zur EDV-technischen Realisierung der Umstellung von Deutsche Mark auf Euro trifft viele Kommunen parallel zu EDV-Problemen zur Einführung eines neuen Steuerungsmodells (Budgetierung, kaufmännisches Rechnungswesen) und zu dem Sonderaspekt des „Jahrtausendsprungs“, der bei vielen herkömmlichen Software-Produkten zu erheblichen Schwierigkeiten führt. Die Software-Anpassung zur Währungsumstellung ist daher eine zusätzliche Herausforderung und Belastung. Angesichts der Vielfalt der in den Kommunen genutzten Software-Lösungen und mit dem im Vergleich zur Industrie geringen Standardisierungsgrad sehen sich die Kommunen und kommunalen Gebietsrechenzentren vor einer Bindung ihrer Ressourcen und Personalkapazitäten in stark überdurchschnittlicher Weise.

Neben der EDV-Anpassung, die eine Hauptaktivität bei der Währungsumstellung im kommunalen Bereich sein wird, müssen auch alle sonstigen Verwaltungshilfsmittel, Geräte und Automaten auf die neue Währung eingestellt werden. Alle Parkscheinautomaten und Parkuhren müssen auf die Euro-Währung umgestellt werden, alle Kassensysteme z.B. in Bädern, alle

Pfandspinde in Umkleidekabinen der Sporthallen, alle Frankiermaschinen usw. sind auf Euro umzurüsten. Auch sämtliche im kommunalen Bereich anfallenden Rechnungen, Quittungen, Bescheide, Gebührenstempler, Preisaushänge, Währungsaufdrucke z.B. bei Werbematerialien usw. müssen in Euro lauten.

Für die Kommunen wird insgesamt eine sehr aufwendige Anpassung an die neue Währung erwartet, zumal diese Ebene im Vergleich zu den Ländern und dem Bund durch die größte Bürgernähe – und entsprechend vielfältige geldliche Beziehungen – ausgezeichnet ist. Insbesondere der Bargeldverkehr wird sich problematisch gestalten. Hier sind die Kommunen vor allem in diesen Bereichen betroffen:

- Bereiche mit Barkassen und Tageskassen (z.B. Theater, Bäder, Volkshochschulen, Museen, Büchereien, Konzerte, Tierparks);
- Porto-, Gebühren- und Sonderkassen, Zahlstellen in Stadtkassen;
- die kommunalen Vollstreckungsbehörden mit den Vollstreckungsaufträgen;
- Verkaufsstellen, z. B. für Prospekte, Bücher, Informationsmaterial in Touristikbüros und Fremdenverkehrseinrichtungen, Stadtführungen;
- Kassenschalter im öffentlichen Personenverkehr, Überwachung des ruhenden Verkehrs (Parkuhren, -automaten).

Bei der kommunalen Währungsumstellung gilt es in Bezug auf das Timing zu beachten, daß die Kommunen bei externen Aufträgen – etwa Umrüstungsarbeiten an Parkautomaten und allen Münzgeräten – in Konkurrenz zur Privatwirtschaft stehen, die ebenfalls erhebliche Umstellungsaufwendungen hat (Getränkeautomaten, Parkautomaten, Zigarettenautomaten, Münztelefone, Spielgeräte). Die individuellen Umrüstungsarbeiten werden sich dabei auf den Zeitraum des parallelen D-Mark- und Euro-Bargeld-Umlaufs – also von Januar bis spätestens Ende Juni 2002 – konzentrieren. Engpässe bei den Automatenherstellern und Service-Gesellschaften sind zu erwarten. Dieses kann auch zu Preissteigerungen und Terminverschiebungen führen, die die Kommunen treffen können.

Der technische Vollzug der Währungsumstellung in den Kommunen ist für die Verwaltungen auch ein Organisationsproblem. Die Erfassung der notwendigen Umstellungen, die Erarbeitung von Lösungen, die Benennung von Teilverantwortlichkeiten und die Ausführung sowie Kontrolle des Vollzugs sind Aufgaben, die sowohl eine zentrale Steuerung als auch dezentrale Organisationseinheiten verlangen und in die derzeitigen Anpassungen vieler Verwaltungen an ein neues Steuerungsmodell implementiert werden müssen. Auch die Schulung von Mitarbeitern der Verwaltung im Umgang mit der neuen Währung, in der Kommunikation mit Bürgern und Geschäfts-

partnern und in der Anwendung neuer EDV-Systeme wird notwendig werden.

Unabhängig von den notwendigen praktischen Maßnahmen zur Vorbereitung der Währungsumstellung in den Kommunen empfiehlt es sich, bereits einige Jahre vor dem Jahr 2002 die sukzessive Umstellung auf die neue europäische Gemeinschaftswährung vorzubereiten. Hierfür sprechen aus der kommunalen Praxis gute Gründe:

- Erstens kann so eine zeitliche Entzerrung aller Umstellungsaktivitäten in der Verwaltung erreicht werden,
- zweitens können erste Erfahrungen auch alle nachfolgenden Handlungen verbessern helfen und
- drittens kann damit auch Bürgern und Unternehmen im Gemeindegebiet, die den Euro frühzeitig nutzen wollen, entgegengekommen und die Leistungsfähigkeit der Verwaltung unter Beweis gestellt werden.

VII. Kommunale Währungsumstellung – eine Pflichtaufgabe

Die ökonomischen Vorteile der anvisierten Währungsunion sind insbesondere im Unternehmensbereich sichtbar. Deutschland lebt vom Export, rund ein Drittel des Bruttosozialproduktes wird durch den Export erwirtschaftet; 60 Prozent davon entfallen wiederum auf den Handel mit Ländern in der Europäischen Union. Mit der einheitlichen europäischen Währung wird somit ein wichtiger und notwendiger Schub für Investitionen und Arbeitsplätze in der deutschen Wirtschaft erwartet. Über diese positiven Effekte für die Wirtschaft und die damit verbundene Sicherung des Standortes Deutschland profitieren auch die Kommunen wesentlich von der Europäischen Währungsunion.

Die Kommunen befinden sich in gravierenden Veränderungsprozessen. Im Westen Deutschlands stehen die akuten Haushaltssorgen und gleichzeitig die aktiven Bemühungen um ein neues Steuerungsmodell im Vordergrund und werden vielfältige Kapazitäten auch noch in den kommenden Jahren binden. In Ostdeutschland kommt derzeit vielerorts immer noch die Anpassung der alten Strukturen und die Aufarbeitung deutlicher Entwicklungsrückstände als Wirtschafts- und Wohnungsstandorte hinzu. In dieser Situation trifft die anstehende Einführung der europäischen Einheitswährung die Kreise, Städte und Gemeinden zusätzlich und stellt sie aus heutiger Sicht vor gravierende personelle, materielle und inhaltliche Probleme.

Die Währungsumstellung wird erhebliche Verwaltungskosten nach sich ziehen. Jede Hoheitsebene im Staatsaufbau der Bundesrepublik hat generell die ihr entstehenden Verwaltungskosten selbst zu tragen – dieser Grundsatz wird auch für die Umstellung von Deutsche Mark auf Euro Gültigkeit

haben. Zuschüsse für die Aufgabe des Währungswechsels auf kommunaler Ebene etwa durch die EU, den Bund oder die Länder sind vollständig unrealistisch. Mit dem gültigen Haushaltsrecht für die Öffentliche Hand ist es den Gemeinden, Städten und Kreisen jedoch anders als Unternehmen nicht möglich, hierfür Rückstellungen zu bilden, die die Aufwendungen zeitlich entzerren könnten. Es ist damit abzusehen, daß auch bisher „gut-situierte“ Kommunen durch den Anfall hoher Umstellungskosten etwa in 2001/2002 in das Fahrwasser der Haushaltsengpässe, Verschuldung und Sicherungsnotwendigkeiten geraten können.

Die Währungsunion bringt für die Kommunen erhebliche Aufwendungen und im Gegenzug nur indirekte Chancen zur Neupositionierung mit sich. Sie verdeutlicht andererseits die unmittelbare Nähe der Gemeinden, Städte und Kreise zu den Bürgern und kann aus dieser Sichtweise als Möglichkeit zur Betonung dieser Ebene im politischen System hilfreich sein. Der Umstellungsprozeß von der Deutsche Mark auf den Euro ist eine Aufgabe, mit der die Kommunen ihre Kompetenz und ihre Fähigkeiten im Management unter Beweis stellen können – und müssen.

Zusammenfassung

Praktische Aspekte der Währungsumstellung für die öffentliche Verwaltung – aus der Sicht der Kommunen

Die Europäische Währungsunion nimmt immer konkretere Gestalt an. Auch für die Kommunen ergibt sich damit die Notwendigkeit, über die Diskussionen, Ansprüche und Beiträge zur Erreichung der Konvergenzkriterien als Eintrittsbedingung in die Währungsunion hinaus auch die konkrete Umsetzung des Währungswechsels vorzubereiten.

Die Gemeinden, Städte und Kreise in der Bundesrepublik müssen sich darauf vorbereiten, in Abstimmung mit den anderen Ebenen der öffentlichen Verwaltung aber auch unter Berücksichtigung lokaler Bedingungen die neue Währung Euro einzuführen. Diese Aufgabe betrifft viele kommunale Rechtsnormen, das Berichtswesen sowie die Finanz- und Haushaltsplanungen, den Zahlungsverkehr der Kommunen, alle Verwaltungs-, Informations- und Kommunikationsprozesse und die eingesetzten technischen Instrumente. Insbesondere bei den Automaten und EDV-Systemen im kommunalen Betrieb werden erhebliche Umstellungskosten entstehen.

Der Zeitraum der Parallelverwendung von DM und Euro im Barverkehr schafft besondere rechtliche und praktische Probleme.

Die Komplexität der Umstellung einer Kommune auf die neue Währung bedingt eine strategische Planung aller Maßnahmen sowie die Dringlichkeit des Agierens, auch wenn derzeit teilweise noch Zweifel an der Währungsunion insgesamt bestehen und wichtige Rechtsvorgaben für kommunales Handeln noch ausstehen.

III. Entscheidungsstruktur, Strategie und Instrumente der Europäischen Zentralbank

The Design of the European Central Bank

By Paul de Grauwe, Leuven

Introduction

In this article we analyse issues relating to the design of the future European Central Bank. This design is very much influenced by the differences in incentives to join EMU by its prospective members. We, therefore, start by highlighting these differences using the well-known Barro-Gordon model. We then analyse further issues relating to political independence and accountability of central banks.

I. The potential inflation bias in a monetary union

The design of the future European central bank is very much influenced by the fear in the low inflation country that the future monetary union would have an inflationary bias. In order to understand this concern it is useful to use the Barro-Gordon model which we represent in figure 1. We assume two countries, called Germany and Italy. The two countries are assumed to be identical except for the preferences of the authorities (We do not really need this assumption. We do this only to be able to put both countries in the same figure). The German authorities give a high weight to reducing inflation, the Italian authorities a low weight. This is shown by flat indifference curves for the German authorities and steep ones for the Italian authorities. The natural unemployment rate, u_N , is the same in the two countries, and so is the target unemployment rate of the authorities, u^* . Inflation equilibrium is achieved in E_G in Germany and E_I in Italy. Thus, inflation is on average higher in Italy than in Germany without any gain in unemployment for Italy.

A monetary union between the two countries implies that a common central bank takes over, so that the preferences of the authorities become identical. Two propositions can now easily be established. First, the low inflation country (Germany) always reduces its welfare by forming a monetary union with the high inflation country. This is so because the union central bank is likely to reflect the average preferences of the participating countries. As a result, the union inflation rate increases and will be located

between E_G and E_I . (There are of course other sources of gains of a monetary union for Germany, e.g. lower transactions costs, lower risk, less market segmentation. These efficiency gains must then be compared with the welfare losses resulting from a higher inflation. If the latter exceed the former, Germany will not want to join in a monetary union with Italy).

The second proposition follows from the first one: since the low inflation country, Germany, loses when it joins the union with Italy, it will not want to do so except if it can impose conditions. It follows from the analysis of figure 1 that this condition must be that the union central bank should have the same preferences as the German central bank. This can be achieved by making sure that the future European Central Bank (ECB) is a close copy of the Bundesbank. What this means will be analysed in the next section.

This condition may, however, not be sufficient from the point of view of Germany. For the European Central Bank will be composed of representatives of the participating countries. Even if the ECB is made a close copy of the Bundesbank, these representatives may still have different inflation preferences. Majority voting in the Board may then put the German representative in a minority position, so that the equilibrium inflation rate in the union would exceed the German one. In order to avoid this outcome Germany will want to control the entry into the union, so that only those countries with the same preferences join the union (see Morales and Padilla (1994)).

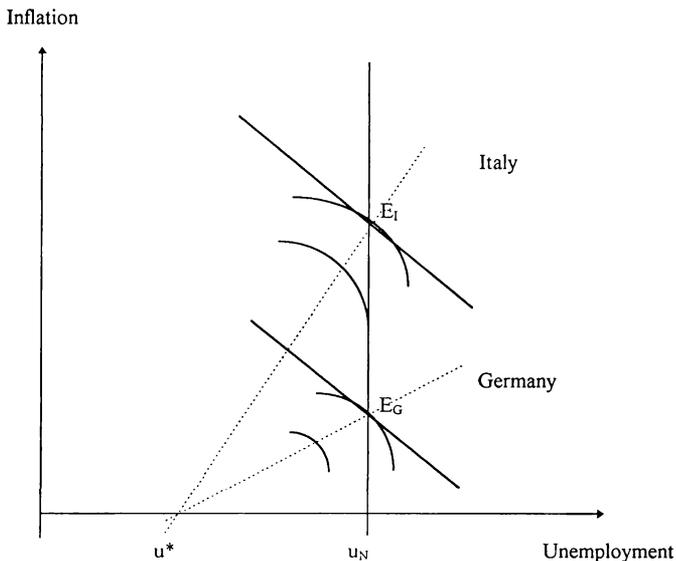


Figure 1: The inflation bias in a monetary union

II. The Design of the European Central Bank

The strong asymmetry in incentives towards entering EMU of high- and low-inflation countries is very important in the design of the European central bank. It means that there is only one way for the low inflation country to agree to move to the final stage. The condition is that the European central bank is as “hard-nosed” about inflation as the low inflation country’s own central bank. Failure to devise such an institutional copy of the low-inflation central bank leads to a situation where the low-inflation country refuses to make the final step to EMU.

In fact, the problem is probably worse in the present context of European monetary union. Even if the future European central bank has the same preferences regarding inflation and unemployment as the central bank of the low-inflation country, it is quite possible that the inflation equilibrium in the EMU will be higher than the one which prevails in the low-inflation country prior to EMU. The reason has to do with structural differences between union-members, which may give incentives to the ECB policy-makers to inflate more, even if they are as hard-nosed as the policy makers in the low-inflation country. We illustrate this case in figure 2, where Germany is the low-inflation and Italy the high-inflation country. We assume that the natural unemployment rate (NAIRU) in Italy is higher than in Germany. As a result, the NAIRU in the union as a whole is higher than in Germany. The ECB-policy-makers are assumed to be as hard-nosed as the German policy-makers. We represent this by drawing identical indifference curves for the ECB-authorities as for the German monetary authorities. The left hand panel represents Germany prior to the EMU. The right-hand panel represents EMU. Given our assumption that the NAIRU is higher in the EMU than in Germany, the inflation equilibrium will be higher in the EMU. It is obtained in point F. The EMU has an inflationary bias, not because the ECB-authorities are softer on inflation than the German authorities, but because the higher natural unemployment rate in the EMU forces them on a higher inflation path which is consistent with economic agents’ expectations of how a higher NAIRU affects the authorities’ behaviour.¹

The previous theoretical discussion assumes that the natural rate of unemployment is lower in Germany than in the other EMS-countries. Is there evidence for this? Table 1 presents some rough indicators of the natural rate of unemployment in the EMS-countries. We take a fifteen-year

¹ Note that we assume here that the EMU-authorities do not re-scale their preferences. With re-scaling, the EMU-authorities, realizing that the natural unemployment rate has increased, attach the same utility loss to a deviation of the observed unemployment rate from the new NAIRU, as the utility loss from the same deviation relative to the lower NAIRU.

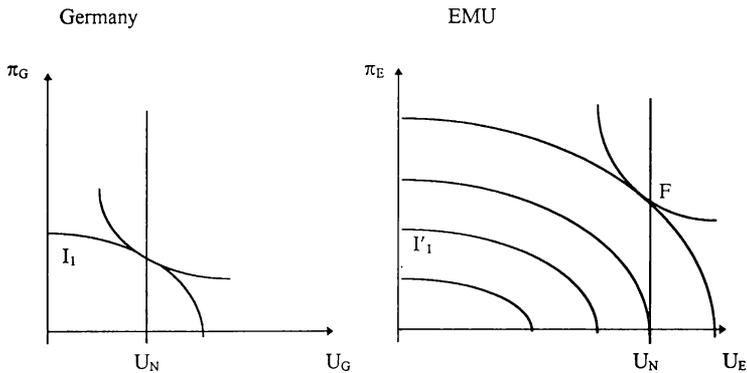


Figure 2: Inflation equilibrium in Germany and EMU (same policy preferences of Bundesbank and ECB)

average of the unemployment rates in these countries (1981 - 95) as our measure of the natural rate of unemployment. Admittedly, this can only be considered an approximation. It is striking, however, that Germany has the lowest unemployment rate of all the EMS-countries. If the numbers in table 1 are good measures of the natural unemployment rates, there is reason to believe that an ECB, even if it consists of individuals as “hard-nosed” as the German authorities today, would have an incentive to produce more inflation.

The conclusion we arrive at here is that the incentives of the low inflation country to join EMU are likely to be poor. There is one way, however, in which the incentives of the German monetary authorities to join EMU can be improved. That is to ensure that the individuals who will run the ECB are even more “hard-nosed” about inflation than the German authorities themselves. (This can also be seen in figure 2. If the European authorities have flatter indifference curves, then a lower inflation equilibrium will result). Put differently, if the German monetary authorities are forced to accept EMU, they will probably insist on having a ECB that gives an even higher weight to price stability than the Bundesbank does today.

The striking fact is that the Maastricht Treaty has gone a long way in this direction. The statutes of the ECB are such that even more emphasis on price stability is given than in the Bundesbank statutes. In devising these statutes the Treaty has implemented two important principles (that also form the basis of the Bundesbank statutes). The first principle is that the primary objective of the central bank should be the maintenance of price stability.

Table 1
Average unemployment rates during 1981 - 95

Germany	6,4
Belgium.....	9,3
Denmark	8,1
France	10,0
Ireland	14,8
Italy	8,9
Netherlands.....	7,9
Portugal.....	6,5
Spain	19,4
UK	9,7

Source: EC-Commission, European Economy, no. 60, 1995.

The second principle is political independence. This second principle is seen as a necessary condition to ensure that budget deficits of the national and European governments will not be financed by printing money. In an institutional environment where the central bank is an appendix of the ministry of finance (as is the case in many, if not most, countries in the world) it is inevitable that the central bank will be forced to finance the budget deficits. This is the surest way to produce inflation. Thus, it can be said that this second principle of political independence is the necessary condition to make the achievement of the first principle (price stability) possible.

It is useful to quote the Treaty explicitly to realize how careful it has formulated this principle of political independence:

‘When exercising the powers and carrying out the tasks and duties conferred upon them by this Treaty (...), neither the ECB nor a national central bank, nor any member of their decision-making bodies shall seek or take instructions from Community institutions or bodies, from any Government of a Member State or from any other body.’ (article 107)

In addition, the Treaty has the following sentence:

‘The Treaty prohibits overdraft facilities or any other type of credit facility with the European Central Bank or with the national central banks to Community institutions or bodies, Central Governments, regional or local authorities, public authorities, (...) and the purchase directly from them of debt instruments’. (article 104 (I))

This seems to confirm that the drafters of the statutes of the ECB have understood the basic asymmetry in the incentives of countries to join the EMU. As a result, they have taken pains to ensure that the ECB, at least on paper, will be an institution akin to the Bundesbank. In fact, the language used by the drafters of the statutes of the ECB is tougher on inflation and political independence than the statutes of the Bundesbank. Political independence of the ECB will probably be greater than the one of the Bundes-

bank. The reason is that a simple majority in the German parliament can change the statutes of the Bundesbank if the German politicians would be dissatisfied about the record of the Bundesbank. Changes in the statutes of the ECB are going to be much more difficult. Such changes can only occur by a revision of the Maastricht Treaty, a much more complex affair. (This feature has in fact led some to criticise the absence of democratic accountability of the future ECB. We will come back to this issue).

The fact that the ECB has incorporated the two principles that form the basis of the Bundesbank statutes may have convinced Germany to join EMU, it does not necessarily mean that these principles are desirable. There is, however, a large amount of theoretical analysis and empirical evidence that has convinced many economists that these principles are desirable as well (see Bade and Parkin (1985), Demopoulos and more recently by Cukierman (1992), Alesina and Summers (1993) and Eiffinger and Schaling (1993).

III. The design of the ECB: further issues

Whereas there is a broad consensus today on the need for political independence of the ECB there are still many unresolved issues concerning the detail of the design of the ECB and concerning the conduct of monetary policies. In this section we discuss some of these issues.

1. Is political independence sufficient to guarantee price stability?

The question that arises here is whether the explicit recognition in the statutes of the ECB of political independence and of price stability as the primary objective of monetary policy is sufficient to guarantee an inflation-proof ECB. One can express doubts about this. Certainly, the German politicians have doubts, otherwise they would not insist so much on the convergence criteria as additional guarantees for price stability in the future EMU.

There are good reasons to believe that the actual practice of monetary policy-making may deviate from the principles embodied in the Treaty. The reason is that the individuals who are going to conduct monetary policy, are subject to social and cultural influences. Some come from countries where abhorrence towards inflation is not as intense as in Germany. They may, therefore, act differently than the individuals sitting on the board of the Bundesbank, even if the statutes of the ECB have been copied from the Bundesbank statutes. In addition, as was mentioned earlier, differences in the natural rate of unemployment may make them more prone than the representatives of Germany to be soft on inflation.

In this connection, Posen (1993) has performed interesting research about the link between political independence and inflation. His main conclusion is that both political independence and inflation are the result of deeper social and economic interests. Some countries have strong pressure groups against inflation (e.g. financial institutions). In these countries we observe, that the central bank tends to be politically independent and that inflation is low. In other countries the major pressure groups are less opposed to inflation. In these countries central banks will be less independent and inflation will be higher. This research teaches us that central banks' behaviour is very much influenced by the underlying social and economic forces, so that a mere change of the statutes of the central bank will not by itself change behaviour.

One should, however, not go too far in a neo-Marxian interpretation of the issue. In this interpretation economic forces drive the institutions. A more balanced view recognizes that institutions (and incentives) can also change behaviour. Thus, the incorporation in the statutes of the central banks of political independence as a means to guarantee price stability can help in influencing behaviour and in changing society's view about the role of monetary policy. In addition, there is scope for strengthening of these institutions so that the risk of inflation is reduced. How can this be done? Several proposals have been made in this connection.

One proposal foresees that countries who fail to satisfy the budgetary norms would not obtain a voting power on the board of directors of the ECB.² Thus, countries like Italy, Belgium, Sweden, and others would be accepted into the union. However, as long as their budgetary house is not in order, these countries would not be allowed to take part in the decision process of the ECB. As a result, there should be less fear that heavily indebted countries may push the ECB to pursue too expansionary monetary policies.

A second institutional strengthening consists in defining and enforcing a procedure for removal of the board of directors of the ECB, if it should fail to maintain price stability. In this connection, alternative incentive schemes have been proposed whereby the salaries of the ECB-policy-makers would be reduced if the inflation rate exceeds some level.³ Such incentive schemes would do more to ensure price stability in the union in, say, the year 2010 than the insistence that countries reduce their inflation rates and their budget deficits in the second half of the 1990s, before the union starts. Such a reform

² See *Gros* (1995) for a similar proposal.

³ See e.g. *Manfred Neumann* (1990) and *Roland Vaubel* (1989). Recently, *Walsh* (1995) has formalised this idea in the context of a Barro-Gordon model. We analyse this model in section 4.

also goes some way in making the future European Central Bank more accountable (We return to this issue of accountability in section 3).

Thirdly, the budgetary process in the different EMU-countries should be reformed so as to make it more transparent, and less prone to lead to unsustainable budget deficits. Recently, Eichengreen and von Hagen (1995) have formulated proposals aimed at making the budgetary process more streamlined in the European Union. In addition, they have proposed to institute National Debt Boards in each country, whose responsibility it would be to monitor the evolution of the national debt and to propose remedial action when particular targets are not met. It is also in this connection that the „stability pact“ should be understood.

2. Which inflation target?

The social acceptability of the future policies of the European Central Bank will be very much influenced by the inflation target the ECB will be pursuing and by its willingness to compromise when economic activity is negatively affected. Thus, two issues arise. One is the level of inflation the ECB aims at; the other is the variability it will allow around the targeted level.

The optimal inflation rate

In the 1950s Milton Friedman formulated the view that the optimal inflation rate is zero. The basic reason for this conclusion is that a zero inflation rate maximizes the total utility of holding money. Two other factors, that recently have been much researched, cast doubts on this conclusion.

First, there is increasing evidence that because of rapid technological change the conventional measures of inflation (the rate of change of the consumption price index) tend to overestimate the true inflation rate by 0.6 to 1.5 % a year (see Shapiro and Wilcox (1996)). The reason is, that the conventional measures of inflation do not take into account quality improvements.

Second, there are theoretical arguments to be made for a rate of inflation a little higher than 0%. The main one is that sectoral or micro-economic shocks require adjustments in relative real wages. In particular, sometimes a sector or a firm is confronted by a negative shock necessitating a decline in the real wage level. If the rate of inflation is zero, such a decline in the real wage can only come about by a decline in the nominal wage rate. If, however, inflation is positive one can achieve a decline in the real wage by keeping the nominal wage increases below the rate of inflation. There is a lot of evidence that the resistance against nominal wage reductions is high,

thereby limiting real wage adjustments when the rate of inflation is zero. Put differently, in an environment of zero inflation, there is likely to be more real wage rigidity making adjustments to asymmetric sectoral shocks more difficult to achieve. In a recent article Akerlof, et al. (1996) come to the conclusion that this effect may require the monetary authorities to target an inflation rate close to 2% per year.

The previous analysis then leads to the conclusion that the optimal inflation rate may be of the order of 2.5 to 3.5% per year (0.6 to 1.5% on account of the measurement bias, and 2% on account of the real wage effect). The policies pursued by the European central banks in the 1990s suggest that they target an inflation rate below that level. The central banks that are generally hailed for their anti-inflationary success have lowered inflation below 2% per year. There is a great likelihood that the ECB will equally want to keep the annual inflation rate below 2% per year. Thus, the risk exists that the ECB will be pursuing a target inflation rate which may be too low compared to the optimal one, thereby increasing the risk of protracted deflationary monetary policies and a reduction of real wage flexibility.

The previous discussion raises the question of who should determine the inflation target. The Treaty has not really settled this issue. It only stipulates that the ECB should pursue price stability. Given the lack of precision of this formulation it is likely that the ECB will be quite autonomous in deciding what this means. If there is a significant difference between the target pursued by the ECB and the one which society finds optimal the legitimacy of the ECB may be called into question. We return to this issue when we analyse the accountability of the ECB.

Short-run fluctuations of inflation

A second problem that arises has to do with the degree of compromise the ECB will accept for short-term fluctuations of the inflation rate around the targeted one. In this connection the Treaty stipulates that the ECB should take into account other objectives of economic policy (provided they do not interfere with price stability). Thus, the Treaty recognizes the need for pursuing other objectives by the ECB (e.g. the stabilization of the business cycle). One may debate whether the ECB should do this. The point, however, is that most modern societies expect that the central bank should not completely abandon the ambition to stabilise the economy. With each recession, social pressure will accumulate pushing the ECB to relax its monetary policy stance. The problem that arises here is that the ECB will determine in a sovereign way whether and to what extent it is willing to allow for short-term deviations of inflation from its target level and

whether it will be willing to accommodate its monetary policies in a recession. This raises the question of the accountability of the ECB.

3. *The accountability of the ECB*

Whereas the Treaty is quite explicit in formulating the principle of political independence, it has very little to say on the issue of accountability.⁴ The latter can be formulated as follows. When society delegates the task of running monetary policy to an independent institution, this delegation should really be interpreted as a contract. In this contract the objectives to be pursued by the central banks are formulated (e.g. price stability, however defined). In addition, society may wish to make the central bank politically independent because it feels that this is the best way to achieve the ultimate objectives of monetary policy. Any contract, however, implies that there must be some procedure by which society evaluates the performance of the central bank in achieving the chosen objectives (i.e. objectives chosen by society).

The problem arises at different levels. First, society must choose the objectives for the central bank (and not the other way around). As argued earlier, the Treaty is so vague about the objectives that it is quite likely that the ECB will in fact fix the objectives. This may lead to tension within the ECB when it pursues objectives that are not shared by the rest of society. We mentioned the possibility that the ECB may choose a target level of inflation that is too low for the welfare of society. Or, the ECB may accord too little importance to short-term output stabilization (too little in comparison with the expectations about this in the rest of society). In all these cases, the tensions may lead to a feeling of a lack of legitimacy of the ECB, which may endanger the long-term survival of the monetary union.

A second problem has to do with accountability in the narrow sense. Once the objectives have been determined, there should be a procedure that allows society to evaluate how well these objectives have been achieved. If there is a feeling of a systematic failure a sanctioning mechanism should exist that allows society to put sufficient pressure to redress the situation.

It must be said that the Treaty fails in setting up such a procedure of accountability. True, there is a provision in the Treaty requiring the ECB to present a report to the European Parliament every year. However, it must be admitted that this does not yet make the ECB accountable. The absence of accountability of the ECB could endanger the long-run survival of the ECB. It is interesting to note here that the Bundesbank, which served as the

⁴ For a discussion of independence and accountability of central banks see *Roll, et al.*, (1993).

role model for the ECB, can be said to be more accountable than the ECB. As mentioned earlier, the reason is that the law which describes the responsibilities and the duties of the Bundesbank can be changed by a simple majority in the German parliament. This is a very indirect way in which society can pressure the Bundesbank to pursue society's interests. This is not the case with the ECB; the statutes of which are part of the Maastricht Treaty, and therefore can only be changed with unanimity. There is very little society will be able to do, to change the behaviour of the ECB if that institution would fail to achieve the objectives society has entrusted her to pursue.

In a previous section we have argued that a sanctioning mechanism should be set up. We proposed that this should take the form of a procedure to remove the Board of Directors should these systematically fail to achieve particular objectives. Other mechanisms can be developed. The important thing is that they exist.

It is clear that a balance must be struck between political independence and accountability. This can be achieved by making the contract that exists between the ECB and the rest of society more explicit than is the case now. If this is done, the explicit recognition of political independence (e.g. the prohibition of financing government budget deficits) becomes part of the contract. Political independence and accountability can be made consistent. In the next section we elaborate on this theme using a formal model.

4. Independence and accountability: a formal analysis

In this section we analyse issues of political independence and accountability of the ECB using the Barro-Gordon model and recent theoretical discussions of these issues. Suppose society has a particular target for inflation and for unemployment. In addition it wants to minimize the deviations from these targets. We can represent these preferences by the following loss function:

$$(1) \quad L = (\pi - \pi^*)^2 + b(u - u^*)^2$$

where π is the rate of inflation and π^* the rate of inflation desired by society; u is the unemployment rate, u^* is the desired one; b is the weight given to the stabilization of the unemployment rate around the target level. This loss function can be given a geometric interpretation as indifference curves around the targets π^* and u^* as we did in figure 1.

Society cannot run monetary policies itself. It must delegate the job to an institution, the central bank. Let us assume it appoints a central bank with

the same preferences as given by equation (1). Using the Phillips curve analysis, as we did in section II, we can find the rational expectations solution as the point on the vertical Phillips curve where a short-term Phillips curve is tangent to an indifference curve of the central bank. We represent this in figure 3. (Note that we have normalised the targets π^* and u^* so that they coincide with the origin. This does not mean that the targets are equal to zero. We only do this for graphical convenience).

We know from our previous discussion of the Barro-Gordon model that the greater is the weight given to unemployment stabilization, b , the higher will be the inflation bias. Graphically, a high b implies a steep “expansion path” (the dotted line through the origin in figure 3).

In figure 3 we also assume that there are unpredictable disturbances in output and employment so that the short-term Phillips curve shifts up and down. We show this by the curves P_L and P_U which represent the range between which the short-term Phillips curves can shift. Given the authorities (and society’s) preferences, as represented by the “expansion path” they will aim for the unemployment points as given by U_L and U_U .

As was discussed earlier, this stabilization effort is also the source of the inflation bias which is equal to the distance between the average inflation rate, $E(\pi)$, and the target inflation rate, π^* .

How can society improve this situation so that the average inflation comes closer to the target rate of inflation? One possibility has been suggested by Rogoff (1985) and is also implicit in the Maastricht Treaty. This

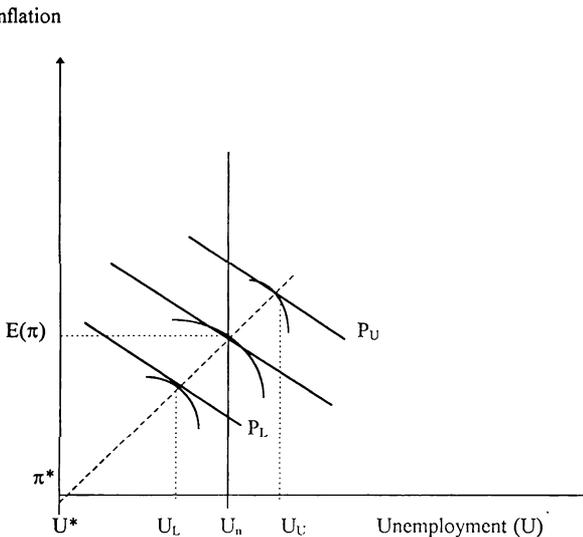


Figure 3: Inflation bias and stabilization

consists in appointing an independent and “conservative” central banker. Conservative here means someone who is willing to attach a lower weight than society to the stabilization effort. Thus, we can represent the loss function of this conservative central banker by

$$(2) \quad L = (\pi - \pi^*)^2 + b_C(u - u^*)^2$$

where b_C is the weight given by the conservative central banker to the stabilization effort, and $b_C < b$.

We now contrast the solution obtained when the conservative central banker is appointed with the previous solution when the central bank faithfully reflects society’s preferences in figure 4. The conservative central banker operates along the flatter expansion path. As a result the inflation rate will on average be lower than when the central banker carefully applies society’s preferences. Thus, it appears that society gains from appointing this conservative central banker. This is not necessarily true, however, because the conservative central banker applies less stabilization effort than society desires. Thus, unemployment will fluctuate more. (We have assumed the same horizontal displacements of the short-term Phillips curves in the two regimes). For example, if there is a recession, the conservative central banker will use less stimulus so that unemployment increases more than in the case where the central bank pursues the same stabilization objectives as society.

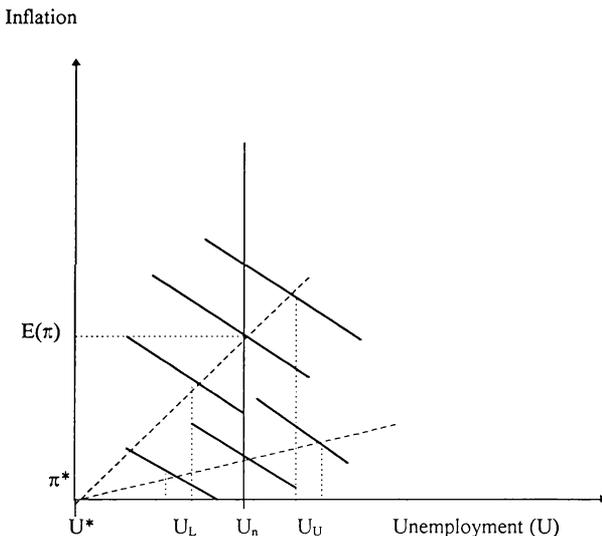


Figure 4: A conservative central banker

This situation may lead to a problem of legitimacy of the central banker if society thinks that the gain in terms of a lower average inflation does not compensate for the loss in terms of a sub-optimal stabilization of the business cycle. The problem with the conservative central banker also is that there is no procedure for evaluating his performance. Put differently, the conservative central banker is not accountable.

How can this problem be solved? Recently, Walsh (1995) has shown that it can be solved by designing a performance contract with the central banker in which the latter bears a penalty if inflation is too high. Walsh has shown that a simple linear penalty rule will do the trick. We now have the following loss function

$$(3) \quad L = (\pi - \pi^*)^2 + b(u - u^*)^2 + c(\pi - \pi^*)$$

where we have added the term $c(\pi - \pi^*)$. This expresses the penalty if inflation exceeds the target inflation rate π^* . The parameter c represents the amounts of dollars deducted from the central bankers salary for every point of inflation exceeding the target level. An alternative interpretation of the term $c(\pi - \pi^*)$ is the probability of being fired, whereby this probability is a linear function of the deviation of inflation from its target level.

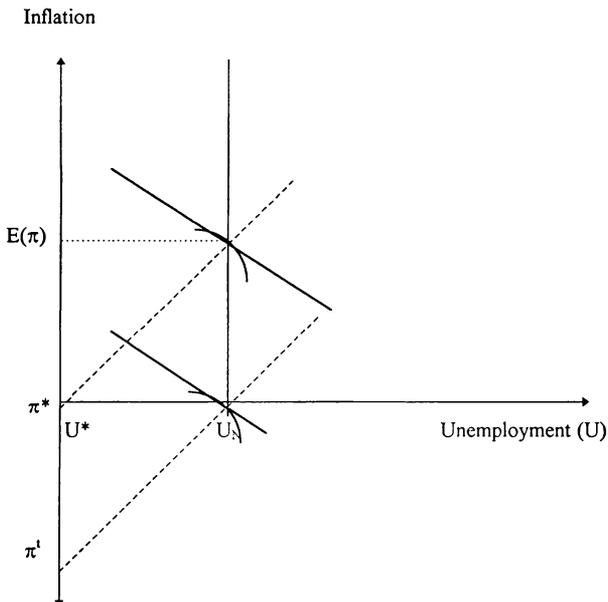


Figure 5: An accountable central banker

We show the solution in figure 5. The effect of the linear penalty rule is to shift the expansion path along which the central banker operates downwards. The intuition is that this penalty scheme has the same effect as reducing the inflation target. We can now find an optimal penalty. This will be obtained when the downward shift of the expansion path is such that a new equilibrium is reached in the point U_N where the target inflation rate is reached. In other words the penalty must be high enough so that the central banker is induced to set a target inflation rate that will exactly offset the inflation bias ($E(\pi) - \pi^*$).

The nice thing about this solution is that the central banker pursues exactly the same stabilization effort as society desires. This can be seen graphically by the fact that the central banker operates along an expansion path which has the same slope as society's. Thus, the long-term legitimacy of this central banker is likely to be stronger than in the case of the conservative central banker. In addition, this solution combines independence with accountability. The central banker has a contract with society to achieve certain objectives and is evaluated *ex post* on his performance. Apart from this, he is independent. This independence has also been called *instrument independence*: given the central bank's target, as it is fixed by society, the central bank is free to use the instruments needed to achieve the target.

A performance contract as proposed by Walsh (1995) is not the only way to eliminate the inflation bias while maintaining society's desire for stabilization. Recently Svensson (1995) has shown that inflation targeting can be made equivalent to Walsh's linear penalty rule. This can easily be seen in figure 5. Society now makes a contract with the central bank in which it sets the inflation target at the level π' . The central bank pursues this target and will on average achieve π^* (which is the socially desired rate of inflation). In this inflation target contract the central bank attaches the same weight to stabilization as society. Thus, in this contract we do not need to impose a penalty on non-performance. The problem with this kind of contract, however, has to do with its lack of credibility. As can be seen, the central bank announces a target π' which it misses systematically. This may in the end undermine the credibility of the contract.

5. How to conduct monetary policies?

In the previous sections we discussed the fundamental issues relating to the design of the ECB. Once these issues are solved, other issues of a technical nature relating to the conduct of monetary policies of the future ECB, must be tackled. One such issue has to do with the question of whether the ECB should target the money stock as a way to achieve its inflation objective.

As is well-known, the Bundesbank has been using money supply targeting as its favoured approach to achieve its inflation objectives. During the preliminary technical discussions in the European Monetary Institute, the representatives of the Bundesbank have insisted that the ECB should follow the same approach. There is, therefore, a good chance that the ECB will use money supply targeting as its main procedure to conduct monetary policies.

Money supply targeting became popular at the end of the 1970s, when some major central banks (the US Fed and the Bank of England) switched to this method of conducting monetary policy. Since then, enthusiasm about this way of setting monetary policies has waned. The reasons are the following.

First, the concept of money stock is very elusive. Should one use $M1$, $M2$, or a broader concept of money stock? Quite often these different concepts of money stock have moved in opposite direction, giving very different signals to the monetary authorities.

Second, money stock figures are released with a delay and are often of poor quality (so that they have to be revised later). This problem does not exist with interest rates that are known almost instantaneously and are more reliable.

Third, and more importantly, the money stock is an intermediate target (inflation being the ultimate target). The precision with which targeting the money stock will bring us close to the ultimate target depends on the precision with which output growth and velocity growth can be forecast. Major problems have arisen with forecasting velocity growth. This is due to the fast speed of financial innovation which has led to much unpredictable behaviour of velocity.

The result of all this is that most central banks that attempted to apply money supply targeting, have been quite unsuccessful, and have missed their announced targets most often and by wide margins. As a result, these central banks have returned to a more eclectic approach in which other intermediate targets like the interest rate play a role together with the money supply.

The only major central bank which continues to use money supply targeting is the Bundesbank. The evidence is certainly not that the Bundesbank has been very successful in hitting its money supply target. On the contrary it has missed the target by wide margins in many cases. The surprising thing is that this has not reduced its reputation. The reason may be that this failure to hit its money supply target has not prevented the Bundesbank from achieving its inflation target much better.

Should the ECB copy the Bundesbank and use money supply targeting as its main operational procedure? An argument in favour of doing this is the following. Since the Bundesbank has been so successful in keeping inflation low and since it has done this within the framework of money supply targeting, the ECB will gain from the reputation that this combination has produced by doing exactly the same thing.

The arguments against this view are quite strong. First, it is not clear that the ECB can afford to miss the target most of the time. This is likely to happen if we can extrapolate the experience of many central banks that have used this procedure. The Bundesbank with its strong reputation of inflation-fighter may get away with making large errors in reaching its money stock target. It is unclear that the ECB, at least initially will get an equally benevolent treatment by the market.

Second, the monetary institutions in the EMU will be in great flux initially. This is likely to lead to large and unpredictable shifts between the different concepts of the money stock. It will also lead to large fluctuations in velocity. Since the ECB will be targeting the money stock these large and unpredictable fluctuations in velocity will necessarily lead to large and unpredictable movements in the interest rates. These movements in the interest rate are likely to feed back into the goods market, producing undesirable fluctuations in output and employment.⁵ All this suggests that it would be quite unwise to use money supply targeting as the main operating procedure, at least during the initial stages of EMU. It may, therefore, be better, at least initially, to take an eclectic view and to use both the money stock and the interest rate as intermediate targets to achieve a given inflation target.

6. Monetary policy and the exchange rate

A final issue we should discuss has to do with the link between the monetary policies of the ECB and the exchange rate of the Euro vis a vis outside currencies.

The Treaty stipulates that, although the ECB will independently decide about the conduct of monetary policies, it will not independently decide about the euro exchange rate with non-Community currencies. In fact in Article 109, the Treaty states that the Council of Ministers (i. e. politicians) shall decide whether the euro can enter into formal exchange rate arrange-

⁵ This result can be shown using the IS-LM framework. During the early phase of EMU the shocks in the LM curve are likely to dominate the shocks in the IS-curve. As a result, pegging the interest rate is likely to lead to less variability in the output level than pegging the money stock.

ments with third currencies, and if so, it will be the Council who decides to devalue or revalue the euro. In the absence of a formal agreement (which is the most likely future situation) the “Council may formulate general orientations for exchange rate policy in relation to these currencies” (art. 109, 2). The Treaty adds, however, that these general orientations “shall be without prejudice to the primary objective of the ECB to maintain price stability”.

Some observers have argued that the power of the Council to determine the exchange rate policies in relation to third currencies undermines the political independence of the ECB and may lead to conflicts about the desirable monetary policies.

It is clear that if the Council would decide to maintain a formal exchange rate arrangement with, say, the dollar, this would severely constrain the ECB to pursue independent monetary policies. For we know that if the exchange rate is fixed, the monetary authorities lose their power to influence the domestic money stock and the domestic interest rate (at least in a situation of free capital mobility). In a fixed exchange rate environment between the euro and, say, the dollar, there would be very little scope for the ECB to fix a target for the EMU-money stock (or the interest rate). As a result, a target for the inflation rate would also have to be abandoned. Thus, if the Council would exercise its power to fix the euro exchange rate with, say, the dollar, the political independence of the ECB would exist only on paper. One can, therefore, only hope that the Council will not exercise this power.

There are good chances that the Council will not try to fix the euro-exchange rate with outside currencies, and that the exchange rate regime with third currencies will be flexible (like it has been during the last 20 years). In such an exchange rate regime, there is very little the Council will be able to do. True, according to the Treaty it can “formulate general orientations for exchange rate policy”. However, the experiences with exchange market interventions in the major foreign exchange markets is that they are quite ineffective (see Dominguez and Frankel (1993)). This will make it possible for the ECB to claim that it is trying hard but that it is unsuccessful to influence the exchange rate. In addition, the ECB will be able to claim that, according to the Treaty, its main responsibility is price stability, so that foreign exchange market interventions should not interfere with its monetary policy stance.

We conclude that, as long as the euro exchange rate with outside currencies remains flexible, there is little to be feared about inconsistencies between the monetary policies of the ECB and the exchange rate policy.

IV. Conclusion

In this article we analysed issues relating to the design of the future European central bank. We argued that the political independence granted to that institution is quite important in creating the condition for price stability. We also argued that although necessary, political independence is not sufficient to guarantee price stability. We therefore formulated proposals to strengthen the European Central Bank, thereby improving the incentives of Germany to accept the creation of an EMU which also includes EU-countries with a history of high inflation. These proposals also make it possible to avoid that the European Union will be split apart for a long period of time.

A major problem in the design of the European Central Bank concerns the balance between independence and accountability. It must be said that, while the Maastricht Treaty is very explicit in guaranteeing political independence, it says little on the need for an accountable central bank. This is quite unfortunate. For it is essential that the central bank should be held accountable for failures in its monetary policies. After all, the individuals managing the central bank may be motivated by objectives that do not coincide with society's interest (e.g. the prestige of the institution). Like any other government institution the ECB must, therefore, be subject to outside evaluation to see whether it achieves the objectives, which the society has contracted her to pursue. We argued that a control mechanism should be instituted to avoid that the ECB loses its legitimacy. We also argued that this can be done without compromising on the independence of the ECB.

Finally, we studied technical issues of monetary control by the future ECB. Our main conclusion here is that, at least initially, the ECB should not use money supply targeting as its sole procedure of control. Instead, it should take an eclectic stance, allowing both the money stock and the interest rate to be used as intermediate targets for achieving price stability.

References

- Alesina, A., and Summers, L. (1993): 'Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence', Journal of Money Credit and Banking, 25, no. 2, May. – Bade, R., and Parkin, M. (1978): 'Central Bank Laws and Monetary Policies: A Preliminary Investigation, The Australian Monetary System in the 1970s', Clayton: Monash University. – Barro, Robert, and David Gordon: Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, Journal of Monetary Economics, 101 - 122, 1983. – Cukierman, A. (1992): Central Bank Strategy, Credibility and Independence, Theory and Evidence, Cambridge, Mass.: MIT Press. – Demopoulos, G., Katsimbris, G., and Miller, S. (1987): 'Monetary Policy and Central Bank Financing of Government Budget Deficits: A Cross-Coun-*

try Comparison', *European Economic Review*, 31: 1023 - 50. – *Eichengreen, B.*, and *J. von Hagen* (1995): Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restrictions and the No-Bailout Rule, CEPR Discussion Paper no. 1247. – *Eijffinger, Sylvester*, and *Eric Schaling*: The Ultimate Determinants of Central Bank Independence, in *S. Eijffinger* and *H. Huizinga*, (eds.), *Positive Political Economy: Theory and Evidence*, Wiley and Sons, New York, 1995. – *Gros, D.* (1995): Towards a credible excessive deficits procedure, Centre for European Policy Studies, Brussels, April. – *Leiderman, Leonardo*, and *Lars Svensson* (eds.): *Inflation Targets*, CEPR, London, 1995. – *Lohmann, Susanne*: The Optimal Degree of Commitment: Credibility and Flexibility, *American Economic Review*, 85, 273 - 286. – *McCallum, Bennett*: Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General, NBER Working Paper, no. 5579, May 1996. – *Morales, A.*, and *A. J. Padilla* (1994): Designing Institutions for International Monetary Co-operation, unpublished, CEMFI, Madrid, December. – *Neumann, M.* (1990): 'Central Bank Independence as a Prerequisite of Price Stability', mimeo, University of Bonn. – *Rogoff, Kenneth*: The Optimal Degree of Commitment to a Monetary Target, *Quarterly Journal of Economics*, 100, 1169 - 1190. – *Roll, E.* (1993): 'Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England', Report of an Independent Panel chaired by Eric Roll, CEPR, London. – *Persson, T.*, and *Tabellini, G.*: Monetary Cohabitation in Europe, NBER Working Paper, No. 5532, 1996. – *Shapiro, Matthew*, and *David Wilcox*: Mismeasurement in the Consumer Price Index: An Evaluation, NBER Working Paper, no. 5590, 1996. – *Svensson, Lars*: Optimal Inflation Targets, 'Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts, CEPR Discussion Paper, no. 1249, October 1995. – *Vaubel, R.* (1989): 'Überholte Glaubenssätze', *Wirtschaftsdienst*, 69, 276 - 9. – *Walsh, Carl*: Optimal Contracts for Independent Central Banks, *American Economic Review*, 85, 150 - 67, 1995.

Summary

The Design of the European Central Bank

In this article we analyse issues relating to the design of the future European central bank. We argue that the political independence granted to that institution is quite important in creating the condition for price stability. We also argue that although necessary, political independence is not sufficient to guarantee price stability. We therefore formulate proposals to strengthen the European Central Bank, thereby improving the incentives of Germany to accept the creation of an EMU which also includes EU-countries with a history of high inflation.

A major problem in the design of the European Central Bank concerns the balance between independence and accountability. It must be said that, while the Maastricht Treaty is very explicit in guaranteeing political independence, it is not very explicit on the need for an accountable central bank. This is quite unfortunate. For it is essential that the central bank should be held accountable for failures in its monetary policies. We argue that a control mechanism should be instituted to avoid that the ECB loses its legitimacy. We also argue that this can be done without compromising on the independence of the ECB.

Finally, we study technical issues of monetary control by the future ECB. Our main conclusion here is that, at least initially, the ECB should not use money supply targeting as its sole procedure of control. Instead, it should take an eclectic stance, allowing both the money stock and the interest rate to be used as intermediate targets for achieving price stability.

Stabilitätskultur und Zentralbankunabhängigkeit

Notwendigkeiten für die neue Währung

Von Hans-E. Loef, Siegen

I. Einleitung

Viele europäische Länder und Deutschland im besonderen haben in diesem Jahrhundert mehrfach bedeutende Änderungen ihrer Währungsordnungen hinnehmen müssen. Die bevorstehende Einführung der neuen europäischen Währung und die damit verbundene Abschaffung einiger nationaler Währungen ist in ihrem Umfang und ihren Auswirkungen ungleich weitreichender. Über Europa hinaus verändert sie die bisherigen Strukturen der Weltwährungsordnung und leitet vermutlich eine neue Ära der internationalen Währungspolitik und -beziehungen ein.

Der Bedeutung dieses währungspolitischen Einschnittes entspricht die Anzahl der bisher zu diesem Problemkreis erschienenen Beiträge wissenschaftlicher und populärwissenschaftlicher Art. Wie nicht anders in der ökonomischen Literatur im allgemeinen zu erwarten, sind die Analysen und Vorschläge heterogen und kontrovers. Dies mag mit ein Grund dafür sein, daß die verantwortlichen europäischen Politiker bei der Durchführung ihrer währungspolitischen Reformvorhaben weder rechtzeitig noch sachlich angemessen diesen wissenschaftlichen Erörterungen große Bedeutung beimaßen. Die Entscheidungen über die neue europäische Währung sind weitgehend politisch begründet und gefällt worden.

Die ökonomische Wissenschaft hat nicht erst seit kurzem Modelle und Vorstellungen entwickelt, wie eine ideale neue Währungsordnung aussehen könnte. Einer der elegantesten und in der konsequenten Anwendung ökonomischer Gesetzmäßigkeiten – in diesem Fall des Marktmechanismus – bestechendsten Vorschläge ist der des Hayekschen privaten Geldes, also die gänzliche Abschaffung des staatlichen Geldangebotsmonopols (von Hayek (1990)). Unglücklicherweise ist der Grundgedanke zwar theoretisch faszinierend, aber leider wohl praktisch und vor allem aus politischen Gründen nicht umsetzbar. Von Hayek selbst scheint die Realisierung zumindest für kurze und mittlere Fristen als politisch nicht praktikabel einzuschätzen (von Hayek (1990, A Note to the Second Edition, S. 17)). Allerdings hätte er sicher in dem anstehenden großen europäischen Währungsreformvorhaben

eine geeignete historische Gelegenheit gesehen, seinen revolutionären Vorschlag zu verwirklichen.¹

Ökonomen stehen selten vor dem Problem, unbeschränkte Optima bestimmen zu müssen. Erst die Vorgabe und Berücksichtigung von Beschränkungen (Nebenbedingungen) bei der Optimierung macht die eigentliche ökonomische Problemsuche und -lösung aus. Im Falle der neuen europäischen Währung sind die Beschränkungen für die Suche nach einem geeigneten Ordnungsrahmen vielfältig und meist politisch vorgegeben. Nicht nur die Nebenbedingungen, z.B. hinsichtlich des Zeitrahmens der Reformen oder der Kriterien für die Auswahl der teilnehmenden Länder, sind zahlreich und werden in ihrer Bedeutung kontrovers beurteilt, auch die Zielvorgabe für die neue europäische Zentralbank wird nicht unumschränkt nur in der Preisniveaustabilität gesehen. Selbst unter Wissenschaftlern ist das Primat der Preisniveaustabilität nicht unumstritten (z. B. Ayiagari (1990) oder Streißler, Blinsen, Schleicher und Suppanz (1976)). Um so wichtiger ist es, immer wieder daraufhinzuweisen, daß es langfristig für eine inflationsfreie Währung keine Alternative gibt. Die Ursachen für Inflationen sind eindeutig (siehe Angell (1930), Bresciani-Turroni (1937), Capie (1991), Paarlberg (1993) oder Sargent (1982)), die Auswirkungen (Kosten) ebenfalls (z.B. Leijonhufvud (1985) oder von Mises (1981, Kap. 12)). Daraus ergibt sich nur eine Schlußfolgerung: Die neue europäische Währung muß eine stabile Währung sein.

Eine stabile, inflationsfreie Währung bedeutet Stabilitätskultur. Diese wird durch das längerfristige Verhalten der monetären Instanz, d. h. der Zentralbank, geschaffen. Dazu müssen die notwendigen Voraussetzungen vorliegen. Notwendig ist, daß die geldpolitisch Verantwortlichen sich der Stabilitätskultur verpflichtet fühlen und in ihren Maßnahmen vor anderen Zielvorstellungen und Einflußnahmen durch politische Gruppierungen, die eigene, vom Stabilitätsziel abweichende Interessen verfolgen, geschützt sind. Dies setzt Unabhängigkeit voraus. Sowohl Stabilitätskultur im engen Sinne einer Verpflichtung zur Stabilität der Währung als auch Unabhängigkeit als institutionelle Rahmenbedingung sind notwendig. Ob sie auch hinreichend sind, hängt davon ab, ob die rechtlichen und organisatorischen

¹ Zum eher praktischen Vorschlag des Wettbewerbs nationaler Währungen schreibt *von Hayek* (1990, S. 23, kursiv im Original):

„The concrete proposal for the near future, and the occasion for the examination of a much more far-reaching scheme, is that *the countries of the Common Market, preferably with the neutral countries of Europe (and possibly later the countries of North America) mutually bind themselves by formal treaty not to place any obstacles in the way of the free dealing throughout their territories in one another's currencies (including gold coins) or of a similar free exercise of the banking business by any institution legally established in any of their territories.*“

Voraussetzungen und Vorkehrungen mit genügender Präzision geschaffen werden. Letztlich entscheidet nur die längerfristige, tatsächliche Geldpolitik der neuen Währungsbehörde darüber, ob die Geldnutzer der neuen Währung Vertrauen entgegenbringen. Das Verhalten der Zentralbank und die Erwartungen des Publikums zusammen bestimmen das Ergebnis und konstituieren das Geldsystem und die Währungskultur. In den Worten von Leijonhufvud: „A monetary system is, first a system of expectations governing the behavior of the public. Second, it is a consistent pattern of behavior on the part of the monetary authorities such as will sustain these expectations.“ (Leijonhufvud (1985, S. 95)).

Die nachfolgenden Ausführungen gehen diesem Grundgedanken tiefer nach und zeigen auf, daß Stabilitätskultur und Notenbankautonomie notwendig sind für das zu schaffende Vertrauen in die neue europäische Währung.

II. Kultur und Stabilität

Unter Währungskultur kann man die Gesamtheit der typischen monetären Beziehungen einer Gesellschaft „einschließlich der sie tragenden Geistesverfassung, besonders der Werteinstellungen“, hinsichtlich der wirtschaftlichen und der geldlichen Dinge verstehen.² Hierbei ist zu beachten, daß scheinbar das Materielle im Vordergrund steht und das Geistige zurückgedrängt ist. Tatsächlich jedoch gehören beide zusammen. Währungskultur ist zwar primär materielle Kultur, aber ohne die geistig – kulturellen Grundlagen undenkbar.

Währungskultur ist raumgebunden und historisch gewachsen.³ Dies steckt den Rahmen für die vorliegende Untersuchung ab. Die neue europäische Währung wird andere, bisher eigenständige Währungskulturen umfassen, die zum Teil nicht unerhebliche Differenzen aufweisen, weniger in der materiellen Ausprägung als vielmehr in der geistigen Einstellung zur Währung und ihrer Bedeutung in der Gesellschaft, insbesondere in der vergleichenden Bewertung zu anderen ökonomischen Zielvorstellungen in der Wirtschaftspolitik im allgemeinen und der Geldpolitik im besonderen. Die neue Währung hat keine historische Geschichte, da sie zeitlich noch nicht in der Lage war, in die allgemeinen und wirtschaftlichen Lebensformen der Gesellschaft(en), für die sie gedacht ist, integriert zu werden. In neueren wirtschaftstheoretischen Beiträgen spricht man von fehlender Reputation.

² In Anlehnung an den Begriff „Kultur“ im Brockhaus-Lexikon, Ausgabe 1970.

³ Von Mises weist wiederholt auf die historische Kontinuitätskomponente hin, die den objektiven Tauschwert des Geldes bestimmt. Er bezieht sich dabei auf den geschichtlich überkommenen objektiven Tauschwert des Geldes, wie er von Menger betont wurde (von Mises (1981, S. 140, 142 und 146)).

Dies führt unmittelbar zur Frage: Warum eine neue Währung? Antworten hierzu sind ebenso zahlreich wie widersprüchlich, obwohl die Gegner einer neuen Ordnung nicht nur iberwiegen, sondern nach meiner Auffassung auch die besseren Argumente haben. Die Entscheidung zugunsten einer einheitlichen Währung fiel jedoch nicht auf der wirtschaftstheoretischen Ebene, sondern auf der politischen. Als konom kann man dies eine Weile bedauern und den – vermeintlich – besseren Alternativen nachtrauern, wenn aber die weitgehend außerhalb des ökonomischen Kalküls getroffene Entscheidung ein neues Faktum schafft, gilt es unter den neuen Bedingungen an der Ausgestaltung einer als erstrebenswert anzusehenden Währungskultur mitzuwirken.

Bisher war allgemein von Währungskultur die Rede. Dies muß näher umschrieben bzw. eingegrenzt werden. Währungskultur, die diesen Namen verdient, muß auf dem Prinzip der Stabilität aufgebaut sein. Nur eine stabile Währung ist von kultureller Bedeutung. Deshalb auch die verkürzte Form im Beitragstitel: Stabilitätskultur.⁴

Stabilitätskultur kann man weitgefat als allgemeine Währungskultur verstehen und damit das Verhalten der Geldanbieter und Geldnutzer (im Sinne von Leijonhufvud (1985)) beschreiben. Angemessener ist es jedoch, den Begriff der Stabilitätskultur auf das Verhalten der monetären Instanz zu beschränken. Die Zentralbank und die sie rechtlich ausstattenden politischen Instanzen bestimmen die Geldpolitik und entscheiden, ob Geldwertstabilität die Leitidee ihrer Vorstellungen von Währungskultur ist.

Private Geldnutzer sind nicht passiv. Sie bilden Erwartungen iber das zukünftige Verhalten der monetären Instanz. Erwartungen gründen auch auf Erfahrungen und vor allem auf dem Vertrauen, das die Geldnutzer der beabsichtigten Geldpolitik ihres Geldanbieters entgegenbringen können. Stabilitätskultur bedeutet die Festlegung auf das Ziel eines stabilen Geldwertes und die konsequente Einhaltung dieser Norm im Zeitablauf. Beides gehört zusammen und schafft das notwendige Vertrauen.

Die grundlegende Wichtigkeit einer stabilen Währung für die Währungskultur und die Gesamtkultur im allgemeinen ist historischer Dimension. Eine stabile Währung ist ursächlich für die Gewährleistung einer freiheitlichen und demokratischen Ordnung. Dieser Gedanke reicht weit in die Geschichte zurück. Es waren die Griechen, denen wir die demokratischen

⁴ Der Begriff „Stabilitätskultur“ ist relativ neu und in der Literatur nicht häufig zu finden. Wenige Beispiele sind *Richter* (1994), *Illing* (1993) und *Lhr* (1992). Nach *Richter* (1994, S. 86) geht der Begriff auf den jetzigen Präsidenten der Deutschen Bundesbank, Hans Tietmeyer, zurück. Illing mit – anders als im vorliegenden Beitrag – Stabilitätskultur anhand der Höhe der staatlichen Schuldenquote. Die Beschränkung auf die fiskalischen Grundlagen eines stabilen Geldwertes ist jedoch m. E. zu eng.

Grundideen verdanken, die auch als erste das Geldwesen demokratisierten oder vielleicht sogar durch dieses in ihrer demokratischen Freiheit bestärkt wurden (Angell (1930, besonders Kap. V)). Nach Herodot gab Geld den Griechen Bewegungsfreiheit und zusätzliche Freizeit. Das Geld, das Griechen benutzten, war stabiles Geld. Nicht nur ihre Philosophen, vor allem Aristoteles, sondern auch die Bürger zeigten ein tiefverwurzeltes Verständnis für die grundlegenden monetären Zusammenhänge. Sie verstanden frühzeitig, Geld durch Güter zu messen, nicht Güter durch Geld (Angell (1930, S. 57)), wie es später und auch heute üblich ist. Das genannte Grundprinzip ist in der neueren Geldtheorie wieder durch Irving Fisher (1913) mit seiner Idee des „compensated dollar“ aufgegriffen worden.

Diese frühen griechischen Erkenntnisse sind in jüngster Zeit wiederentdeckt worden. Insbesondere ordoliberalen Ökonomen weisen auf den Zusammenhang zwischen den grundlegenden Prinzipien der Freiheit und dem Währungssystem hin. „Zu den fundamentalen Erfahrungen unseres Jahrhunderts gehört: Das Währungssystem und die freiheitliche Ordnung in Staat, Gesellschaft und Wirtschaft sind untrennbar verbunden“ schreibt A. Woll. (Woll (1979, S. 411)) und von Mises sieht im stabilen Geld, ähnlich wie in Verfassungen, ein Instrument der Verteidigung ziviler Freiheiten gegenüber despotischer Staatsmacht (von Mises (1981, S. 454)).

Unglücklicherweise war dieser Gedanke zwischenzeitlich lange verloren, und Angell stellt für die 30er Jahre fest, was für manche Gesellschaften auch heute noch gilt, daß nämlich diese Grundkenntnisse monetärer Zusammenhänge für die meisten Mitglieder unbekannt oder unverständlich sind (Angell (1930, S. 95)). Bereits der Kulturnachfolger der Griechen, das große römische Reich, vergaß alle stabilitätspolitischen Tugenden. Die Abwertungen und inflationäre Episoden sind Legende. Während in Griechenland Priester über das Gold und Silber der Heiligtümer und damit letztlich über das Geldangebot wachten, waren fiskalische Zwänge und von den Kaisern abhängige Geldanbieter die Ursache für periodisch wiederkehrende inflationäre Phasen (siehe Angell (1930), Galbraith (1995) oder Paarlberg (1993)). Diese Tendenz wurde durch den Übergang vom Goldstandard zum jetzt allgemein vorherrschenden Papiergeldstandard verstärkt.

III. Währungsstabilität und Rechtssicherheit als Kulturelemente

Es bietet sich an, die Währungs- oder Stabilitätskultur mit einem anderen Teil der Gesellschaftskultur zu vergleichen: dem Recht als allgemeines Kulturphänomen.⁵ Es gibt nicht nur überraschende und wichtige Ähnlichkeiten zwischen beiden, sondern auch tiefgehende Abhängigkeiten (vgl. z.B.

⁵ Vgl. *Coing* (1985, S. 2 und S. 131).

Mann (1992)). „Schließlich fehlt in keiner Rechtskultur eine Eigentums- oder weiter gefaßt eine Wirtschaftsordnung und damit eine Austausch- oder Vertragsordnung...“ (Coing (1985, S. 142)).

Von überragender Bedeutung in der Rechtskultur ist die Rechtssicherheit. Sie ist eines der wichtigsten Ziele jeder rechtsstaatlich orientierten Rechtsordnung.⁶ Nach Zippelius (1994, S. 162) verlangt der Bedarf an verlässlichen, normativ-bestimmten Verhaltensstrukturen (eben Rechtssicherheit) zunächst festzulegen, welche Normen überhaupt gelten sollen, und ergänzend dazu eine Kontinuität des Rechts. Die Schaffung von Orientierungssicherheit liefert die Grundlagen für Planung und Disposition. In solcher Weise für Rechtsfrieden, Ordnung, Verlässlichkeit und Kontinuität zu sorgen, so Zippelius weiter, ist eine der Hauptaufgaben jeder Rechtsgemeinschaft.

Dasselbe gilt für eine funktionierende Währungsgemeinschaft, d.h. für eine Stabilitätskultur. Die Norm ist stabiles Geld. Dies muß unmißverständlich klar sein. Dazu gehört nicht nur die explizite Vorschrift, stabiles Geld zu gewährleisten, sondern auch der Ausschluß rivalisierender Normen (z. B. Beschäftigungsziele, Wechselkursziele, Verteilungsziele), durch die die verantwortliche monetäre Instanz von dem primären Ziel abgelenkt werden könnte. Neben der klaren Zielvorgabe muß aber auch sichergestellt und für den Geldnutzer erkennbar sein, daß die Zentralbank über ein geeignetes Instrumentarium verfügt, um dieses Ziel zu erreichen. Das ist notwendig, aber nicht hinreichend. Hinzu kommt die Kontinuität einer auf Stabilität ausgerichteten Währungspolitik. Sie gehört zur Stabilitätskultur und ist die Basis für die Bildung von Vertrauen.

Werfen wir noch einen weiteren Blick auf das Prinzip der Rechtssicherheit in der modernen Rechtstheorie. Coing (1985, S. 148) schreibt: „Damit hängt die große Bedeutung von Zeitablauf und Tradition für die Festigkeit des Rechts zusammen. Was lange besteht, hat für den Menschen den Charakter des Vertrauten und Sicheren, also gerade dessen, was er im Rechte sucht. Je länger ein Recht besteht, desto mehr wird es seiner Aufgabe, Rechtssicherheit zu geben, gerecht werden können, um so sicherer werden sich die Menschen in seinem Schutze fühlen. Junges Recht, das eben erst entstanden ist, ist sozusagen gar kein Recht; erst was Generationen besteht, wird wirklich als dauernde Ordnung empfunden.“

Die Übertragung dieser Ausführungen auf die Währungsstabilität liegt nahe, doch bereitet der letzte Satz einige Schwierigkeiten in seiner pessimistischen Konsequenz. Nur wenige, als wirklich stabil zu bezeichnende Währungsordnungen, dauerten Generationen (z. B. England und der Goldstan-

⁶ Vgl. *Asche* (1988, S. 463).

ard) und für die zu schaffende neue europäische Währung bestünde wenig Hoffnung. Doch kann man mangelnde historische Kontinuität und Verlässlichkeit zwar nicht ersetzen, wohl aber versuchen, sie auszugleichen durch eine betonte Unmißverständlichkeit bei der Zielverfolgung stabilen Geldes und ein zu verstärkendes bzw. zu schaffendes Verständnis der monetären Zusammenhänge seitens der Gesellschaft. Stabilitätskultur braucht Zeit, ehe sie vertrauensbildend wirken kann. Dieser zeitliche Prozeß der Kulturbildung läßt sich jedoch verkürzen, z.B. dadurch, daß eine neu zu schaffende Währung auf einer bekannten Stabilitätskultur aufbaut, oder sie übernimmt, und die rechtliche Rahmengestaltung eine konservativere Geldpolitik vorsieht (siehe Rogoff (1985)) als die bisher bekannte und weitgehend erfolgreiche.

IV. Stabilitätskultur und Organisationskultur

Richter (1994) betrachtet Stabilitätskultur zu recht als Problem der Institutionenökonomik und vergleicht sie mit dem Konzept der Organisationskultur. In Anlehnung an Kreps (1990) und Schelling (1960) spricht er von einem fokalen Prinzip, das eine Stabilitätskultur charakterisiert. Die Einhaltung eines einleuchtenden, hinreichend allgemeinen Prinzips wie die Geldwertsicherung muß durch die Prinzipale (die Geldbenutzer) ex post überprüfbar sein, und die Prinzipale müssen davon überzeugt sein, daß das, was der Agent (die Zentralbank) zu tun beabsichtigt, auch hinreichend erfolgversprechend ist (Richter (1994, S. 79)). Hieraus kann dann ein Reputationsgleichgewicht realisiert werden. Da unvorhergesehene Ereignisse (unforeseen contingencies) explizite und vollständige Kontrakte unmöglich machen (Kreps (1990, S. 118)), stellt das fokale Prinzip eine Orientierungshilfe für den Prinzipal und eine Quelle der Vermehrung der Reputation für den Agenten dar.

In den Worten von Kreps wird das Grundsätzliche der Organisationskultur so umschrieben:

„When we speak of adaptation to unforeseen contingencies, however, we cannot specify ex ante how those contingencies will be met. We can at best give some sort of principle or rule that has wide (preferably universal) applicability and that is simple enough to be interpreted at all concerned. In the language of game theory, unforeseen contingencies are best met by the sort of principle that underlies what Schelling (1960) calls a focal point. The organization will be characterized by the principle it selects. It will (optimally) try to promote understanding of that principle in the minds of its hierarchical inferiors. In order to protect its reputation for applying the principle in all cases, it will apply the principle even when its application might not be optimal in the short run.“ (Kreps (1990, S. 93)).

Kreps bezieht sich auf die Organisationskultur eines Unternehmens. Die Analogie zur Stabilitätskultur bei Währungen und das vorhin diskutierte Prinzip der Rechtssicherheit sind offensichtlich. In der neueren ökonomischen Literatur zur Zeitinkonsistenz und Politikglaubwürdigkeit (z. B. Kydland and Prescott (1977), Barro and Gordon (1983), Backus and Driffill (1985), siehe auch Loef (1988) und Loef und Ziemes (1989)) wird deutlich gemacht, daß Output- und Beschäftigungsgewinne durch unvorhergesehenes Geldmengenwachstum und damit ausgelöste unerwartete Inflation allenfalls kurzfristig bei hohen Zeitpräferenzraten der Geldpolitiker optimal, in der langfristigen Betrachtung jedoch in aller Regel suboptimal sind. Zur Vermeidung kurzfristiger Versuchungen hilft das fokale Prinzip. Dies schafft die notwendige Stabilitätskultur.

Informationsmangel ist ein natürliches Problem jeder Geldpolitik. Zwischenziele und Indikatoren sind theoretische und praktische Hilfsmittel, um mit diesem Mangel umzugehen. Trotzdem sind kurzfristige Abweichungen vom gewählten Zwischenziel nicht immer vermeidbar. Auch hier hilft das fokale Prinzip als Ausdruck manifestierter Stabilitätskultur sowohl den geldpolitisch Handelnden als auch der geldnutzenden Gesellschaft, diese Abweichungen als das zu erkennen, was sie sind: kurzfristige, zufallsbedingte oder auf Sondereinflüssen beruhende Abweichungen von der Norm, ohne diese selbst in Frage zu stellen. Dies setzt jedoch voraus, daß die Abweichungen nicht zur Regel werden und daß sie nachvollziehbar dem Nichtbankenpublikum erläutert werden. Offenheit und Ehrlichkeit in der Informationspolitik der Zentralbank gehören zur Stabilitätskultur.⁷

V. Zentralbankunabhängigkeit und Preisniveaustabilität

Der fokale Punkt: Preisniveaustabilität wird von der Gesellschaft als zentraler Orientierungswert vorgegeben. Die Zentralbank, die sich an dieser Norm zu orientieren hat, ist nicht frei und unabhängig, eigene Zielvorstellungen zu wählen, die vom fokalen Punkt abweichen. In dieser Hinsicht ist

⁷ Dies sollte eigentlich eine Selbstverständlichkeit sein, ist es aber keineswegs. Galbraith (1995, S. 176/7) z.B. berichtet von der Spekulationen verstärkenden Geheimhaltungspolitik im Vorfeld der Weltwirtschaftskrise 1927/8 durch die deutschen, englischen, französischen und amerikanischen Zentralbankrepräsentanten Hjalmar Schacht, Montagu Norman, Charles Rist und Benjamin Strong. Galbraith fährt fort: „That the public should be excluded from all knowledge of their negotiations was, however, assumed. To a remarkable degree, that assumption where international monetary policy is concerned still holds.“ Daß Zentralbanken für ihre Informationspolitik selbst irreführende Statistiken publizieren, hat bereits Oskar Morgenstern festgestellt: „Central banks in many countries, the venerable Bank of England not excepted, have for decades published deliberately misleading statistics, ...“ (Morgenstern (1965, S. 40, ebenso S. 159 - 162)).

die Zentralbank zu binden. Unabhängigkeit kann sich nicht auf eine freie Zielwahl beziehen. Sofern andere traditionelle Aufgaben der Geldpolitik mit dieser zentralen Norm in Konflikt stehen, sind auch diese aus dem Aufgabenbereich der Zentralbank auszugliedern. Dazu gehören alle Bereiche, bei denen Gruppeninteressen die Erreichung des Zieles der Preisniveaustabilität beeinträchtigen könnten. An oberster Stelle ist natürlich der Staat gemeint. Die Handelnden in der Regierung sind von der Kreditaufnahme bei der Zentralbank fernzuhalten bzw. dieser ist zu untersagen, einem solchen Ansinnen Folge zu leisten oder freiwillig Unterstützung zu gewähren. Die Alimentation jeder auf Gruppeninteressen beruhender Ausgabenfreudigkeit durch die Zentralbank ist zu unterbinden. Das bezieht sich auch auf die Tarifvertragsparteien bei ihrer Lohnsetzung. Eine weitere Gruppe, die das primäre Ziel der Preisniveaustabilität in seiner herausragenden Stellung gefährden könnte, umfaßt die Banken. Bankenaufsicht und Kontrolle sind einer anderen Institution zu übertragen und gehören nicht zur primären Aufgabe einer Zentralbank. Schließlich ist die Zentralbank von Interventionsverpflichtungen auf dem Devisenmarkt zu befreien, was flexible Wechselkurse nach außen voraussetzt.

Die genannten Anforderungen sind keine Elemente der Zentralbankunabhängigkeit, im Gegenteil engen sie diese ein. Sie sind bindend (Gebot der Preisniveaustabilität) und ausschließend (z. B. Verbote der Budgetfinanzierung). Darüber hinaus ist die Zentralbank jedoch als völlig unabhängige Institution auszustatten, ohne Weisung und selbstbestimmend in der Art der Wegfindung zum fokalen Punkt. In dieser Weise ist die der Stabilitätskultur verpflichtete Zentralbank vergleichbar mit der Rechtsprechung. Auch diese ist an die Gesetzesvorgaben gebunden, aber in ihrer Rechtsfindung von Weisungen frei. Hier beweist sich das Prinzip der Gewaltenteilung. Im Falle der Rechtsprechung haben allerdings diejenigen, die glauben, durch eine Urteilsfindung nicht ihr volles Recht erhalten zu haben, zumeist die Möglichkeit der Berufung oder der Revision. Dieses Regulativ durch obere Instanzen ist im Falle der Geldpolitik durch die Zentralbank nicht gegeben. Getroffene Maßnahmen sind meist nicht rückgängig zu machen, und ihr Erfolgsgrad zur Zielerreichung ist mit teilweise beträchtlichen Zeitverzögerungen beobachtbar. Möglichkeiten, die Verantwortung der geldpolitisch Handelnden nachträglich zu gewährleisten, sind von Vertretern der Institutionenökonomie bzw. des public-choice-Ansatzes genannt worden (siehe z. B. Vaubel (1978)) und werden teilweise auch schon praktiziert (das vielzitierte Beispiel Neuseelands seit 1992). Zur Sicherstellung der Verantwortlichkeit der Zentralbank können solche Vorkehrungen in Betracht gezogen werden. Darüber hinaus ist an eine ständige Informations- und Begründungspflicht zu denken, letztere insbesondere bei jeder Zielverfehlung der Zentralbank gegenüber der Gesellschaft (z. B. dem Parlament), d. h. letztlich den Geldnutzern.

In der ökonomischen Literatur ist die Frage, inwieweit Zentralbankunabhängigkeit und Preisniveaustabilität zusammenhängen, ausgiebig untersucht worden. Die neueren Ansätze beginnen mit und beziehen sich zumeist auf die unveröffentlichte Arbeit von Bade und Parkin (1985), obwohl bereits Banaian, Laney und Willett (1983) einen internationalen Vergleich zur Zentralbankunabhängigkeit vorgelegt haben. Bade und Parkin (1985) führen eine Reihe von Kriterien ein, mit denen sie versuchen, die nicht direkt beobachtbare qualitative Größe der Zentralbankunabhängigkeit zu bestimmen. Politische Unabhängigkeit bedeutet für sie z.B. die freie Politikbestimmung seitens der Zentralbank, keine Einflußnahme bei Entscheidungen durch die Regierung und weitgehende Unabhängigkeit von der Regierung bei der Ernennung der Mitglieder des geldpolitischen Entscheidungsgremiums. Finanzielle Unabhängigkeit wird durch Antworten auf die Fragen abgegrenzt: Kann die Zentralbank ihr Budget ohne Regierungseinfluß festlegen? Bestimmen die Mitglieder des geldpolitischen Entscheidungsgremiums selbst die Höhe ihrer Gehälter? oder: Gibt es Weisungsbindungen für die Gewinnverteilung der Zentralbank? Dem Hauptergebnis der Untersuchung von Bade und Parkin (1985), daß neben (West-) Deutschland die Schweiz die unabhängigste Zentralbank hat, hält Prast (1996) entgegen, daß die Schweiz aufgrund der Nichtbeachtung von Gesetzesänderungen seitens Bade und Parkin einen zu hohen Unabhängigkeitsgrad erhalten hat und somit auch die nachfolgenden Studien, die sich auf die Klassifikation dieser beiden Autoren beziehen, ebenfalls dieser Fehleinschätzung unterliegen.

Die neueren Studien (z.B. Alesina (1988 und 1989), Grilli, Masciandaro and Tabellini (1991), Alesina and Summers (1993), Cukierman (1992), Eijffinger and Schaling (1993))⁸ übernehmen zumeist die Klassifikation von Bade und Parkin, wandeln sie ab oder ergänzen sie.

Neben einer Neugewichtung der bekannten Kriterien findet auch eine Neuklassifikation z.B. in politische und ökonomische (Grilli, Masciandaro and Tabellini (1991)) oder in rechtliche und tatsächliche (Cukierman (1992)) statt. Cukierman erweitert darüber hinaus seinen umfangreichen Kriterienkatalog um die Ergebnisse aus einer Fragebogenaktion bei „qualifizierten Persönlichkeiten in verschiedenen Zentralbanken“.⁹

Die empirischen Untersuchungen dieser Studien über die Grade der (verschiedenen) Unabhängigkeitskriterien und den Zusammenhang zwischen diesen und der Preisniveaustabilität beziehen sich auf ausgewählte Länder, wobei die Untersuchung von Cukierman (1992) die breiteste empirische Basis aufweist. Ohne auf die methodischen und empirischen Besonderheiten der verschiedenen Beiträge einzugehen, kann allgemein als Ergebnis

⁸ Eine ausführliche Liste weiterer Beiträge, die sich mit der Messung von Zentralbankunabhängigkeit befassen, findet sich in Cukierman (1992, S. 369, Fußnote 1).

⁹ Cukierman (1992, S. 386).

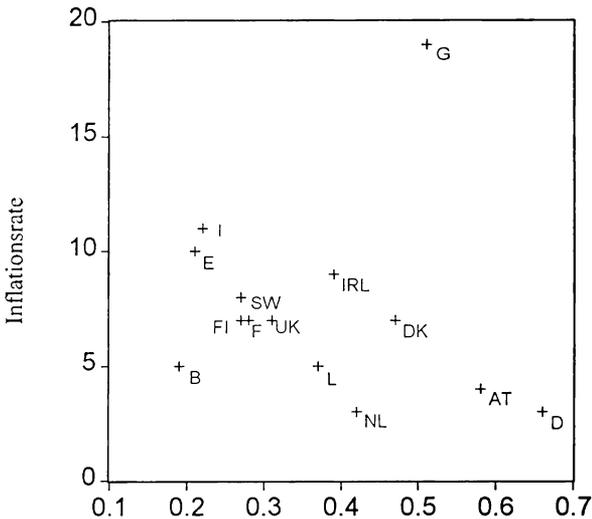


Abbildung 1: Grad der rechtlichen Unabhängigkeit einer Zentralbank in 14 EG-Staaten 1980 - 1989

dieser Untersuchungen (außer Prast (1996)) festgehalten werden, daß ein hoher Unabhängigkeitsgrad der Zentralbank mit relativ niedrigen Inflationsraten einhergeht.

Stellvertretend für all diese Untersuchungen sei ein Teilergebnis aus dem Cukierman Beitrag abgeändert herausgehoben (Cukierman (1992, S. 381, Table 19.3)), wobei nur jene Länder im vorliegenden Beitrag Berücksichtigung finden, die Mitglied in der Europäischen Union sind. Andere europäische Länder (z.B. die Schweiz) werden ebenso vernachlässigt wie außereuropäische Industriestaaten und sich entwickelnde Volkswirtschaften. Dies ist insofern von Bedeutung, da der Zusammenhang zwischen rechtlicher (legaler) Unabhängigkeit und Inflationsrate bei der zuletzt genannten Ländergruppe nicht signifikant ist (Cukierman (1992, S. 421)).

Abbildung 1 zeigt den Zusammenhang zwischen dem Grad der rechtlichen Unabhängigkeit einer Zentralbank und der Inflationsrate für die EU-Staaten¹⁰ Belgien (B), Dänemark (DK), (West-) Deutschland (D), Griechenland (G), Spanien (E), Frankreich (F), Irland (IRL), Italien (I), Luxemburg (L), die Niederlande (NL), Österreich (AT), Finnland (FI), Schweden (SW) und Großbritannien (UK) für die Jahre 1980 - 1989. Auf der Ordinate ist die Inflationsrate (gemessen als Veränderungsrate des Konsumentenpreis-

¹⁰ Portugal ist in Cukierman (1992, S., 381, Tabelle 19.3) nicht enthalten.

dexes (Cukierman (1992, S. 47)) abgetragen. Die Skizze ist in Graden (0.0 bis 1.0) des von Cukierman konstruierten Indexes der rechtlichen Unabhängigkeit (overall level of legal independence) von Zentralbanken eingeteilt, wobei 1.0 der höchstmögliche Indexgrad an Unabhängigkeit repräsentiert (faktisch hat die Schweiz mit 0.68 den höchsten Grad, gefolgt von (West-) Deutschland mit 0.66).

Der empirische Befund ist relativ deutlich: Je höher der Grad der Zentralbankunabhängigkeit, desto niedriger die Inflationsrate. Läßt man den Ausreißerwert von Griechenland außer Betracht, so ist der statistische Zusammenhang mit einem negativen Anstieg bei einem t -Wert von 2.80 und einem bereinigten R^2 -Wert von 0.36 gegeben. Das signifikante Absolutglied (t -Wert 6.88) weist daraufhin, daß neben der rechtlichen Unabhängigkeit in dieser Ländergruppe auch andere Faktoren für die Inflationshöhe von Bedeutung sind.

Gegen alle hier aufgeführten Beiträge wendet Prast (1996) ein, daß diese nicht nur Unabhängigkeit messen, sondern eine große Anzahl anderer Charakteristiken einschließen, die Geldpolitik beeinflussen können (Prast (1996, S. 378)). Messe man Unabhängigkeit korrekt, so sei vor allem die freie Zielwahl (neben der Instrumentenwahl und der Unmöglichkeit der Regierung, einen Zentralbanker aus politischen Gründen zu entlassen) entscheidend und damit natürlich auch die Möglichkeit, sich gegen Preisniveaustabilität zu entscheiden. Eine solchermaßen, allein anhand dieser eingeschränkten Kriterien gemessene Unabhängigkeit, zeigt, daß Unabhängigkeit keinesfalls Preisniveaustabilität bewirkt. Im Gegenteil: In der Zielwahl gebundene Zentralbanken weisen die höhere Stabilitätskultur auf. „Commitment“ ist Unabhängigkeit vorzuziehen.¹¹ Die Zentralbanken, die an die gesetzliche Zielvorgabe der Preisniveaustabilität gebunden sind und die außerdem im Falle von Konfliktsituationen mit der Regierung in ihren Entscheidungen frei sind und deren führende Mitglieder eine lange gesetzliche Amtszeit haben, gewährleisten niedrige Inflationsraten ohne negative Auswirkungen auf den realen Output (Prast (1996, S. 399)). Dabei wird letzteres durch korrekt erwartete Anti-Inflationspolitik sichergestellt und spiegelt somit das Vertrauen der Geldnutzer in die Stabilitätskultur wider. Die hier getroffene Unterscheidung ist auch in Fischer (1995) als instrumentelle Unabhängigkeit, die zu gewähren ist, und Zielunabhängigkeit, die zu vermeiden ist, zu finden.

¹¹ In diesem Zusammenhang ist auch auf die relative Bedeutung von „Credibility“ und „Flexibility“ hinzuweisen (siehe *Lohmann* (1992)).

VI. Europäische Währungen und Stabilitätskultur: Vor der neuen Währung

Stabilitätskultur und das durch sie geschaffene Vertrauen der Gesellschaft sichern eine stabile Währung in einem freiheitlichen Ordnungsrahmen. Dazu ist eine allgemein akzeptierte Norm (Geldwertstabilität) als fokaler Punkt im Sinne von Schelling (1960) genauso notwendig wie die Erfahrung einer dauernden Bestätigung dieses Stabilitätszieles durch die tatsächliche, längerfristige Geldpolitik. Stabilitätskultur hat eine zeitliche Dimension, in der das notwendige Vertrauen aufgebaut wird.

Stellt man aber, so ist im Hinblick auf die zukünftige europäische Währung zu fragen, nicht zu hohe Ansprüche an die zeitliche Dimension? Schließlich wurden die deutsche Reichsmark nach der großen Inflation 1923 und mehr noch die D-Mark nach der Währungsreform 1948 ohne vorgegangene Stabilitätskultur in einem politischen Akt geschaffen und entwickelten sich zu stabilen Währungen, im letzteren Fall mit weltweit beispielhafter Geltung. Die Voraussetzungen waren damals jedoch anders als heute im Fall der neuen europäischen Währung. Im Falle der deutschen Situationen gab es keine akzeptable Alternative zur durchgeführten Währungsreform, die Einstellung der Bevölkerung zum Geldwesen war weitgehend homogen, die Reform wurde befürwortet und die Ausgangslage war katastrophal. Diese Bedingungen gelten heute nicht. Es gibt Alternativen, zumindest gab es sie vor der Festlegung auf den Zeitplan in den Maastrichter-Verträgen. Die Einstellung der Regierungen und der Bevölkerungen zum Geldwert (relativ zu anderen wirtschaftspolitischen Problemen) ist in Europa heterogen. Eine bevorzugte Behandlung der Geldwertstabilität ist nicht unumstritten. Trotz häufiger gegenteiliger Dementis ist die Ausgangslage nicht desolat und die wirtschaftliche Zukunft Europas wäre ohne eine Währungsreform keine Katastrophe.

Besonders die unterschiedlichen Bewertungen der Rolle des Geldwertes in den verschiedenen europäischen Gesellschaften kann ein Problem für eine aufzubauende Stabilitätskultur sein. Wenn über Jahrzehnte nicht Geldwertstabilität, sondern jährliche Inflationsraten jenseits von 10% den fokalen Punkt in der Währungsordnung markierten, ist es für die Geldnutzer schwer, dem neuen Orientierungsrahmen einer stabilen Währung Glauben und Vertrauen zu schenken und ihn zu akzeptieren. Andererseits befürchten jene Wirtschaftssubjekte, die in Ländern mit relativ stabilen Währungen leben, daß ihre bisherige Stabilitätskultur so nicht erhalten bleibt.

Die monetäre Ausgangslage der 15 Länder in der europäischen Gemeinschaft, wie sie sich in 25 Jahren entwickelt hat, läßt sich in der Abbildung 2 näherungsweise erfassen.

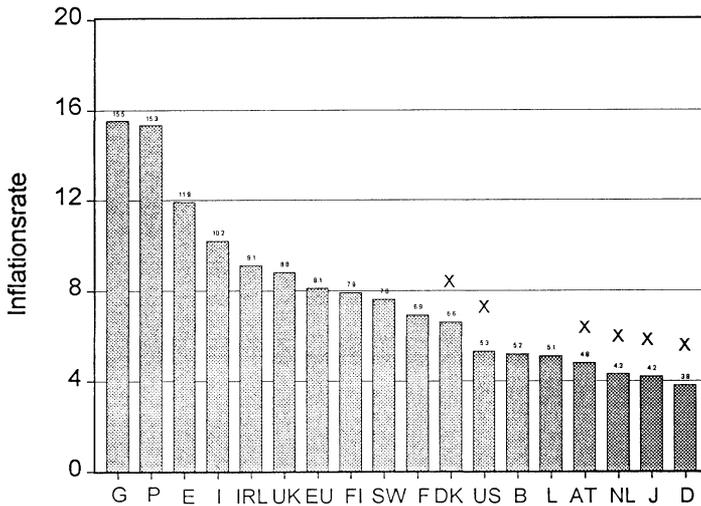


Abbildung 2: Durchschnittliche Inflationsraten 1971 - 1995

Das Balkendiagramm zeigt die durchschnittlichen Inflationsraten der 15 EU Staaten, der USA, Japans und der EU insgesamt von 1971 bis 1995.¹² Das Spektrum reicht von 15.5% (Portugal) bis 3.8% (West-Deutschland) und verdeutlicht die historisch beträchtlichen Inflationsdifferenzen zwischen diesen Ländern. Übernimmt man aus der *Abbildung 1* die Informationen hinsichtlich der Unabhängigkeit von Zentralbanken in die *Abbildung 2*, so sind die mit einem X gekennzeichneten Länder diejenigen, die weitgehend unabhängig sind und relativ niedrige Inflationsraten aufweisen, nämlich Dänemark, Österreich, die Niederlande und Deutschland. International bedeutsam ist die relativ gute Platzierung der USA und Japans.

Abbildung 2 gibt einen guten, aber zeitlich zu sehr aggregierten Überblick. Dynamische Entwicklungen, Verschiebungen, Änderungen und vor allem Inflationsursachen können nicht deutlich gemacht werden. In der *Abbildung 3* sind daher für drei Unterzeiträume die Kombinationen von Inflationsraten und Geldmengenwachstumsraten abzüglich des realen Wirtschaftswachstums eingetragen.¹³

¹² Die Länderlegende ist den Ausführungen zu Tabelle 1 zu entnehmen. Zusätzlich gilt: P = Portugal, EU = Europa der 15 Staaten, US = Vereinigte Staaten von Amerika, J = Japan. Die Inflationsrate bezieht sich auf den impliziten Preisindex des Bruttoinlandsprodukts. Die verwendete Quelle ist in Fußnote 13 angegeben.

¹³ Die Daten entstammen der European Commission: *European Economy, 1995 Broad Economic Policy Guidelines*, No. 60, Brussels and Luxembourg, 1995, Statis-

Die Graphiken verdeutlichen mehrere für das behandelte Problem relevante Einsichten. Erstens bestätigen alle drei Graphiken die langfristige Gültigkeit der Verantwortung der Geldpolitik für die Geldwertstabilität im Sinne der Quantitätstheorie. Hohe (niedrige) Geldmengenwachstumsraten relativ zum realen Wirtschaftswachstum führen im Durchschnitt der 15 europäischen Länder längerfristig zu hohen (niedrigen) Inflationsraten. Dieser Zusammenhang gilt für alle drei Unterperioden. Entsprechende Regressionsgeraden haben Anstiegsparameter von (0.935 (0.095), 0.782 (0.117), 0.851 (0.175))¹⁴ und sind von der theoretischen 45°-Linie nicht allzu weit entfernt.

Zweitens weichen in allen Fällen die realisierten Inflationsraten vom idealen fokalen Punkt der Preisniveaustabilität (z.B. 0%) zum Teil erheblich ab. Allerdings gibt es sowohl länderspezifisch (räumlich), als auch zeitlich bemerkenswerte Unterschiede. So ist, drittens, im Zeitablauf eine Annäherung fast aller 15 EU-Staaten an diesen stabilitätsoptimalen Punkt und viertens, eine Schwerpunktbildung um eine relativ stabilitätsbewußte Kerngruppe zu verzeichnen.

Diese Kerngruppe besteht aus den Ländern Belgien, Deutschland, Luxemburg, die Niederlande und Österreich. Sie sind in der linken Graphik (1971 - 1980) als eine untere Gruppe mit durchschnittlichen Inflationsraten zwischen 5% und 8% zu erkennen (und belegen in Abbildung 2 die niedrigen Inflationsränge über die Gesamtperiode). Eine obere Gruppe mit hohen Inflationsraten besteht aus England, Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien mit Raten zwischen 13.7% und 16.1%. Dazwischen liegt eine Gruppe bei ungefähr 10% durchschnittlicher Inflationsraten mit Dänemark, Finnland, Frankreich und Schweden (Dänemark und Schweden haben ähnliche Inflationsraten (9.7% bzw. 9.6%) und gleiche Geldmengenwachs-

tical annex, Table 10, Table 26 and Table 52. Die Inflationsrate bezieht sich auf den impliziten Preisindex des Bruttoinlandsprodukts, die Geldmengenwachstumsrate auf die Abgrenzung *M2* oder *M3* (siehe Fußnote zur Tabelle 52 in der angegebenen Quelle) und das reale Wirtschaftswachstum wird als jährliche Veränderungsrate des Bruttoinlandsproduktes zu Preisen von 1990 erfaßt. Die jährlichen Raten sind zu Durchschnittswerten der im Text angegebenen Zeiträume berechnet. Die Darstellung entsprechend der Quantitätsgleichung erfolgt analog der Grundidee in *Loef* (1993b).

¹⁴ Die bereinigten R^2 -Werte betragen 0.87, 0.76 und 0.62 bei jeweils 15 Beobachtungswerten für die Zeiträume 1971 - 80, 1981 - 90 und 1991 - 95. Der Regressionszusammenhang für die zusammengefaßten 45 Werte liefert einen Anstieg von 0.836 (0.055) und einen bereinigten R^2 -Wert von 0.84. Die Konstante ist wie in den einzelnen Perioden nicht signifikant von Null verschieden. Der Wold-Test für die gemeinsame Hypothese, daß das Absolutglied Null und der Anstiegsparameter Eins sind, ergibt einen *F*-Wert von 11.72 und einen Chi-Quadrat-Wert von 23.45. Die Hypothese kann somit unter üblichen Kriterien nicht verworfen werden. Die Werte in den Klammern sind die entsprechenden Standardfehler.

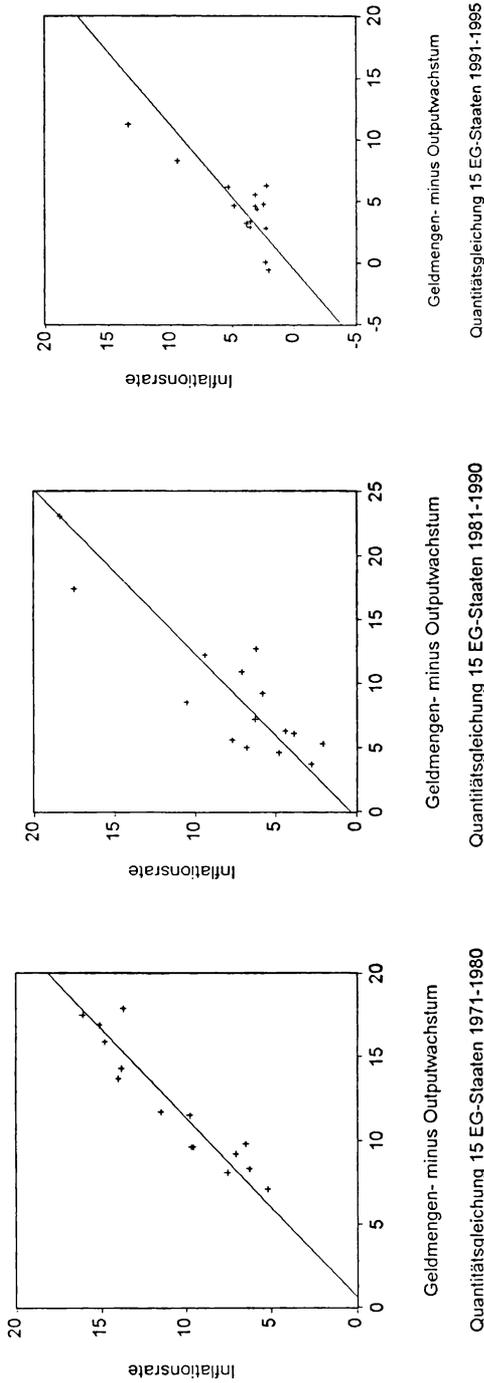


Abbildung 3

tumsraten relativ zum realen Outputwachstum (9.6%) und fallen daher in der Graphik als ein Punkt zusammen).

Während die Kerngruppe im nächsten Jahrzehnt (1981 - 1990) zusammenbleibt und unter die Durchschnittsrate von 5% sinkt (Deutschland und die Niederlande unter 3%), nähern sich die mittlere Gruppe und Teile der oberen Gruppe dieser stabilitätsbewußten Ländergruppe. Griechenland und Portugal bleiben als einzige inflationsfreudige Länder zurück. Die Konzentration um die Kerngruppe bei niedrigem Inflationsniveau hält auch in der Zeitperiode 1991 - 1995 an.

Diese Konvergenz ist bemerkenswert. Der Rückgang der Inflationsrate ist jedoch ein weltweites Phänomen und nicht europaspezifisch oder ein eindeutiges Ergebnis des Europäischen Währungssystems. Diesem gehörten nicht alle hier betrachteten 15 Länder an. In denselben Zeiträumen betrug außerdem vergleichsweise die entsprechenden durchschnittlichen Inflationsraten für die USA 7.5%, 4.5% und 2.5% und für Japan 7.7%, 1.7% und 1.2% (siehe auch *Abbildung 2*).

Unbeschadet der Tatsache, daß dieser Inflationsrückgang ein weltweites Phänomen der späten 80er und frühen 90er Jahre darstellt, ist diese Entwicklung ein ermunterndes und positives Signal für die 15 europäischen Staaten. Der Weg und die Tendenz sind richtig, der fokale Punkt aber ist noch nicht erreicht. Vor allem ist die Zeitspanne, in der sich die meisten Länder um einen (erweiterten) Stabilitätsbereich von 0 - 4% bewegen, zu kurz, um das Vertrauen der Geldnutzer nachhaltig zu gewinnen oder Reputation zweifelsfrei zu erwerben.

Ursachen für diese Konvergenz können in der Attraktivität bzw. der Gravitation der relativ stabilen Kerngruppe um die D-Mark, in einer allmählichen Sensibilität hinsichtlich des Inflationsproblems seitens der Regierungen und der Bevölkerungen in manchen EU-Staaten, in der Freigabe von Notenbankbindungen an fiskalische Zwänge (Unabhängigkeit) oder in einem geänderten, integrierten weltwirtschaftlichen Umfeld (z.B. monetäre Entwicklungen in den USA und Japan hin zu niedrigen Inflationsraten, Aufgabe von Kapitalverkehrskontrollen und -beschränkungen) zu finden sein.

Die mittlere Graphik der *Abbildung 3* umfaßt nahezu den gleichen Zeitraum (1981 - 1990) und die gleichen Länder (außer Portugal) wie *Abbildung 1*. Die als Kerngruppe identifizierten stabilitätsbewußten Länder mit niedrigen Geldmengenwachstumsraten (abzüglich des realen Wirtschaftswachstums) und entsprechend niedrigen Inflationsraten sind auch jene (bis auf Belgien), die einen hohen Grad an rechtlicher Zentralbankunabhängigkeit aufweisen. Auch Dänemark und Irland, die sich in den 80er Jahren an die Kerngruppe angenähert haben, haben nach *Abbildung 1* relativ zu den übrigen EU-Staaten unabhängige Zentralbanken. Beide *Abbildungen 1 und*

3 weisen somit auf die Verpflichtung zur Preisniveaustabilität als Manifestation der Stabilitätskultur und Unabhängigkeit der Zentralbank als notwendige Bedingungen für eine stabile neue europäische Währung hin.

VII. Die neue europäische Währung, stabilitätspolitische Notwendigkeiten und die Maastricht-Kriterien

Für die zukünftige europäische Währung lassen sich aus diesen Beobachtungen und den Ausführungen der vorangegangenen Abschnitte grundlegende stabilitätspolitische Notwendigkeiten ableiten.

1. Das einzige Ziel der europäischen Geldpolitik ist die Preisniveaustabilität.¹⁵ Andere Ziele für die Geldpolitik sind nicht zulässig. Das schließt auch die Verfolgung von Wechselkurszielen aus. Bankenaufsicht und Kontrolle sind gegebenenfalls anderen europäischen Institutionen zu übertragen. Die Bindung an die Zielvorgabe muß eindeutig und endgültig sein.
2. Neben dieser Bindung an das Ziel der Preisniveaustabilität ist die neue europäische Zentralbank völlig unabhängig. Dies schließt jede Art (z. B. finanziell und personell) der Verbindung zwischen ihr und der Fiskalpolitik aus.
3. Die neue europäische Zentralbank ist verpflichtet, in bestimmten Zeitabständen (z. B. im Vierteljahr) über ihre Politik im gegebenen wirtschaftlichen Umfeld verantwortlich zu berichten. Die ökonomischen, insbesondere monetären Zusammenhänge sind darzulegen. Schwierigkeiten bei der Zielverfolgung sind ausführlich zu erläutern.¹⁶
4. Das einzusetzende Instrumentarium muß klar definiert, seine Wirksamkeit auf das (einzige) Endziel deutlich erkennbar und eindeutig von der Zentralbank kontrollierbar sein.¹⁷

¹⁵ Diese kann ohne Aufgabe des prinzipiellen Stabilitätsgedankens, wohl aber im Hinblick auf in Wirkung und Zeitanpruch unsichere geldpolitische Transmissionsketten, im Bereich $0 \pm 2\%$ angesetzt werden.

¹⁶ Bei Zielverfehlungen, die nicht nachvollziehbar begründet sind, könnten Sanktionen (wie z. B. in Neuseeland) vorgesehen werden. Ein Gremium aus unabhängigen Sachverständigen könnte in diesen Fällen den Verantwortungsgrad bestimmen.

¹⁷ Eine Möglichkeit wäre die exakte Steuerung der Geldbasis. Eine wirksame und enge Kontrolle ist gewährleistet und der langfristige Zusammenhang zwischen dieser und dem Preisniveau hinreichend dokumentiert. Zur Diskussion um das Instrumentarium der neuen Europäischen Zentralbank siehe z. B. *Francke* (1996), *Jarchow* (1995) und *Menkhoff* (1995). Desweiteren ist als mögliche Zwischenzielgröße eine geeignete Geldmengenabgrenzung vorzusehen.

5. Die europäische Bevölkerung ist über monetäre Zusammenhänge aufzuklären und zu informieren. Das gilt insbesondere für Politiker und Parlamentsabgeordnete. Diese Aufgabe kann durch die Öffentlichkeitsarbeit der Zentralbank, aber auch durch vermehrte bildungs-politische Anstrengungen in wirtschaftlichen Kenntnissen erfolgen.^{18 19}

Forderungen 1 bis 4 sind die Basis für die Stabilitätskultur der neuen Währung und die Unabhängigkeit der neuen Zentralbank. Sie sind schärfer und stabilitätskonformer als die Vorgaben für die Deutsche Bundesbank. Dies ist notwendig, um die noch nicht vorhandene Stabilitätskultur (zeitliche Dimension) mit einem höheren Startwert an Glaubwürdigkeit zu versehen. Forderung 5 vermindert die Ignoranz hinsichtlich geldpolitischer Machbarkeit, erhöht das Verständnis für die einzige, aber wichtige Aufgabe der Zentralbank und ihr Bemühen, dieser in binnen- und weltwirtschaftlicher Umwelt angesichts von Informationsmangel und Unsicherheit gerecht zu werden und damit letztendlich das Vertrauen in die neue Währung zu schaffen.

In den oben aufgeführten stabilitätspolitischen Notwendigkeiten für eine zukünftige europäische Währung findet sich kein Hinweis auf die Kriterien, die im sog. Maastrichter Vertrag als Voraussetzungen für die Teilnahme am neuen Währungssystem von den Mitgliedsländern der EU zu erfüllen sind. Dies ist kein Zufall. Insbesondere die beiden Kriterien über die Staatsverschuldung haben zumindest direkt nichts mit einer Währungsunion zu tun.²⁰ Das Schuldengebaren der einzelnen deutschen Bundesländer z. B. hat

¹⁸ Die Schwierigkeit, selbst für Wissenschaftler, die geldtheoretischen Zusammenhänge in einer Volkswirtschaft voll zu verstehen, wird durch einen Hinweis von Schumpeter auf eine Aussage von Keynes unterstrichen, der geäußert haben soll, daß es höchstens fünf Personen gäbe, die überhaupt etwas von Geld verstünden (*Stolper* (1994, S. 63)).

¹⁹ Auf den allgemeinen Mangel wirtschaftlicher Kenntnisse und deren gesellschaftspolitische Bedeutung macht neben *von Mises* (1981, S. 459, 478, 481 und 1966, S. 876 - 879) bereits *Smith* (1976, S. 308f) aufmerksam. Von Mises schreibt: „Whether we like it or not, it is a fact that economics cannot remain an esoteric branch of knowledge accessible only to small groups of scholars and specialists. Economics deals with society's fundamental problems; it concerns everyone and belongs to all. It is the main and proper study of every citizen.“ (*von Mises* (1966, S. 879)).

²⁰ Auch die anderen Kriterien sind nicht zwingend. Fixe Wechselkurse während zwei Jahren können auch auf hohem Inflationsniveau realisiert werden. Sie setzen nur ein geschicktes geldpolitisches Management voraus. *Krugman* (1994, S. 190/191) drückt es drastisch aus: Nur ein Land, das gezeigt hat, daß es seine eigene nationale Währung gut steuern kann und mit einer unabhängigen Währung gut umzugehen weiß, darf diese aufgeben. Das Inflationsratenkriterium wiederum hat wenig zu tun mit allgemeiner Preisniveaustabilität, sondern setzt nur eine gewisse Konformität der beteiligten Länder voraus, gegebenenfalls auch bei hohen Inflationsraten. Dasselbe gilt für das Zinskriterium. Darüber hinaus bezieht dieses sich auf

keinen Einfluß auf die langfristige deutsche Inflationsrate, sofern die Bundesbank das defizitäre Budget nicht alimentiert, was jedoch gesetzmäßig ausgeschlossen ist. Dasselbe gilt bei Erfüllung der beiden Voraussetzungen 1 und 2, die oben postuliert wurden, für die europäische Zentralbank.

Die Erfüllung der bekannten Maastrichter Bedingungen²¹ hinsichtlich des Staatsdefizits und der Staatsschulden hat keine unmittelbare Bedeutung für eine Währungsunion und eine neue Währung, auch wenn sie aus anderen Überlegungen, z. B. aus fiskal- und sozialpolitischen, von Bedeutung sein können. Indirekt allerdings ist die Vorgabe dieser beiden Bedingungen für die beteiligten Länder nicht ohne Konsequenz. Die Teilnahme an einer Währungsunion mit strikter Preisniveaustabilität bedeutet für Länder mit traditionell hohen Inflationsraten und hoher Staatsverschuldung einen markanten Einschnitt mit kurzfristig vielleicht rezessiven Auswirkungen auf ihre Wirtschaft. Eine Vorwegnahme und langsamere Anpassung an die neuen Stabilitätsbedingungen im Vorfeld kann diese Auswirkungen mildern. Hierdurch wird auch die neue Währungsordnung gleich zu Beginn von Anfangsschwierigkeiten, Anfeindungen und Versuchungen befreit. Die Diskussion um die Schuldenkriterien hat darüber hinaus in den europäischen Ländern erst recht das öffentliche Bewußtsein auf die enorme und einschneidende Reform durch die zukünftige neue Währung gelenkt. Hier wird zum ersten Mal drastisch deutlich, daß die nächsten Jahre nicht ohne beträchtliche Änderungen auch und gerade im Verhalten aller beteiligten Wirtschaftssubjekte sein werden. Die Inkaufnahme schmerzlicher Maßnahmen zur Sanierung der öffentlichen Finanzen ist vielleicht ein wichtiges Bekenntnis für die Bereitschaft zukünftigen stabilitätskonformen Denkens. So können die Maastrichter Verschuldungskriterien, auch wenn sie nicht direkt für eine neue Währung notwendig sind, doch indirekt dazu beitragen, die Stabilitätskultur der zukünftigen europäischen Geldpolitik auf eine sichere Anfangsbasis zu stellen und schneller zu verwirklichen. Allerdings ist zu bedenken, daß diese Kriterien zeitlich nur für einen Stichtag Gültigkeit besitzen sollen, und danach ihre Bedeutung verlieren. Wichtig wäre es

eine letztlich nicht steuerbare, endogene Marktgröße. Langfristige Zinssätze drücken das Vertrauen der Finanzmärkte in die zukünftige Wirtschafts- und Währungspolitik aus. Demnach kann ein EU-Land an der Währungsunion dann teilnehmen, wenn die Märkte glauben, daß es das wird (*Krugman* (1994, S. 191)). Ebenfalls kritisch zu den Maastricht-Kriterien äußert sich *Francke* (1996). *Giersch* (1996) sieht in den Maastricht-Kriterien weniger eine Voraussetzung für Preisniveaustabilität als für Stabilität im Wachstum.

²¹ *Krugman* (1994) ist in seiner Einschätzung zum Maastrichter Vertrag äußerst negativ, ja sogar sarkastisch, wenn er schreibt: „What was so interesting about these criteria was that taken at face value they made no sense whatsoever“ (S. 190) und weiter: „In short, a group of highly dignified, serious people, sitting at their baize-covered tables with their bottles of mineral water, created an agreement that sounded good but on closer examination was sheer nonsense.“ (S. 191).

sicherlich über den Beitrittstag hinaus, fiskalische Disziplin zu fordern und zu gewährleisten (sog. Stabilitätspakt). Dies ist Aufgabe einer noch zu schaffenden gemeinsamen Fiskalunion.

VIII. Schlußbemerkung

Irving Fisher war sehr pessimistisch, als er 1910 bemerkte, daß es neunhundert Jahre dauern würde, bis es stabiles Geld gäbe.²² Die nachfolgenden Jahrzehnte gaben ihm zum größten Teil und meist deutlich recht. Die wenigen Ausnahmen derjenigen Länder, die relativ gesehen, in den letzten 25 Jahren ein gewisses Maß an Stabilitätskultur bewiesen haben, sind schwerlich geeignet, das Übergewicht der negativen Erfahrungen mit der weltweiten Inflationsneigung des herrschenden Papiergeldstandards abzubauen. Allerdings zeigen sie aber auch, daß es prinzipiell Möglichkeiten gibt, neben der Abschaffung oder der Einschränkung des staatlichen Geldangebotsmonopols durch bindende Regeln,²³ durch institutionelle Maßnahmen Geldwertstabilität zu sichern. Zu den notwendigen Voraussetzungen zählen der Aufbau und die Sicherstellung einer Stabilitätskultur durch die unmißverständliche und unwiderrufliche Verpflichtung der Zentralbank zur Preisniveaustabilität und ihrer institutionellen Unabhängigkeit. Stabilitätskultur bedeutet neben der Bindung an die Zielvorgabe stabilen Geldes, die konsequente, nachvollziehbare und verantwortliche Ausrichtung der geldpolitischen Maßnahmen an diesem fokalen Prinzip. Dies sichert durch langfristige Kontinuität und Verlässlichkeit das Vertrauen der Geldnutzer und schafft jene Erwartungshaltung, die für die stabilitätssichernde, aktuelle Geldpolitik wichtig ist. Unabhängigkeit, wie sie im vorliegenden Beitrag als zusätzliche Bedingung beschrieben wurde, befreit die Zentralbank von jeder konkurrierenden Zielsetzung ihrer Stabilitätspolitik, so vor allem der Beschäftigungspolitik, für die sie ungeeignet ist, und der Wechselkurspolitik, die sie in Konflikt mit ihrem primären Ziel bringen könnte.

Literatur

Aiyagari, S. R. (1990): Deflating the Case for Zero Inflation, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, S. 2 - 11. – *Alesina*, A. (1988): *Macroeconomics and Politics*, in: S. Fischer (ed.), *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, Mass., S. 17 - 52. – *Alesina*, A. (1989): *Politics and Business Cycles in Industrial Democracies*, *Economic Policy*, 81, S. 57 - 98. – *Alesina*, A. and L. *Summers* (1993): *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, S. 151 - 162. – *Allen*,

²² Nach *Allen* (1993, S. 125).

²³ Vgl. hierzu *Loef* (1993a).

R. L. (1993): Irving Fisher: A Biography, Cambridge, Mass. – *Angell*, N. (1930): The Story of Money, London, Toronto, Melbourne and Sydney. – *Asche*, A. (1988): Staats- und verfassungsrechtliches Lexikon, 6. Auflage, Regensburg. – *Backus*, D. and I. *Driffill* (1985): Inflation and Reputation, The American Economic Review, 75, S. 530 - 538. – *Bade*, R. and M. *Parkin* (1985): Central Bank Laws and Monetary Policy, Working Paper, University of Western Ontario. – *Banaian*, K., L. O. *Laney* and T. D. *Willett* (1983): Central Bank Independence: An International Comparison, Economic Review, Federal Reserve Bank of Dallas, March, S. 1 - 13. – *Barro*, R. J. and D. B. *Gordon* (1983): Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, Journal of Monetary Economics, 12, S. 101 - 121. – *Bresciani-Turroni*, C. (1937): The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany, London. – *Capie*, F. H. (1991): Major Inflation in History, The International Library of Macroeconomic and Financial History, Vol. 1, Aldershot. – *Coing*, H. (1985): Grundzüge der Rechtsphilosophie, 4. Auflage, Berlin und New York. – *Cukierman*, A. (1992): Central Bank Strategy, Credibility, and Independence. Theory and Evidence, Cambridge, Mass., and London. – *Eijffinger*, S. and E. *Schaling*, (1993): Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 46, S. 49 - 89. – *European Commission* (1995): European Economy, 1995 Broad Economic Policy Guidelines, No. 60, Brussels and Luxembourg. – *Fischer*, S. (1995): Central Bank Independence Revisited, The American Economic Review, 85, Papers and Proceedings, S. 201 - 206. – *Fisher*, I. (1913): A Compensated Dollar, Quarterly Journal of Economics, 27, S. 213 - 235. – *Francke*, H.-H. (1996): Zu den Auseinandersetzungen über Konzept und Instrumentarium einer zukünftigen Europäischen Zentralbank, in: Zimmermann, F. A., H. M. Wenzler u.a. (Hrsg.), Ordnungspolitische Aspekte der europäischen Integration, 1. Freiburger Wirtschaftssymposium, Baden-Baden, S. 159 - 172. – *Galbraith*, J. K. (1995): Money, Whence it came, where it went, revised edition, Boston and New York. – *Giersch*, H. (1996): Kontrovers im Kontext – Wirtschaftspolitische Anstöße, Köln. – *Grilli*, V., D. *Masciandaro* and G. *Tabellini* (1991): Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, Economic Policy, 6, S. 342 - 392. – *Hayek*, F. A. von (1990): Denationalisation of Money – The Argument Refined, 3rd ed., Hobart paper (Special) 70, The Institute of Economic Affairs, London. – *Illing*, G. (1993): Staatsverschuldung, Stabilitätskultur und Reputation einer Zentralbank, Volkswirtschaftliche Diskussionsbeiträge Nr. 63, Universität Bamberg, Juli. – *Jarchow*, H.-J. (1995): Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, Aussenwirtschaft, Schweizerische Zeitschrift für internationale Wirtschaftsbeziehungen, 50, S. 423 - 442. – *Kreps*, D. M. (1990): Corporate culture and economic theory, in: J. E. Alt und K. A. Shepsle, Perspectives on Positive Political Economy, Cambridge, S. 90 - 143. – *Krugman*, P. (1994): Peddling Prosperity, New York and London. – *Kydland*, F. E. and E. C. *Prescott* (1977): Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, Journal of Political Economy, 85, S. 473 - 491. – *Leijonhufvud*, A. (1985): Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government, in: R. B. McKenzie (ed.), Constitutional Economics, Lexington, S. 95 - 113. – *Loef*, H. E. und G. *Ziemes* (1989): Zeitinkonsistenz, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 18, S. 446 - 451. – *Loef*, H. E. (1988): Diskretionäre Geldpolitik, rationale Erwartungen und Politikglaubwürdigkeit, Jahrbuch für Sozialwissenschaft, 39, S. 361 - 375. – *Loef*, H. E. (1993a): Zwei Geldbasisregeln im Vergleich. Möglichkeiten für eine regelgebundene Geldpolitik in Europa? in: D. Duwendag und J. Siebke (Hrsg.),

Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Berlin, S. 97 - 158. – *Loef*, H. E. (1993b): Long-Run Monetary Relationships in the EC Countries, Weltwirtschaftliches Archiv, 129, S. 33 - 54. – *Lohmann*, S. (1992): Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility, The American Economic Review, 82, S. 273 - 286. – *Löhr*, D. (1992): Europäische Zentralbank – Europäische Währungsunion: Das Ende der Stabilitätskultur, Zeitschrift für Sozialökonomie, 29, Juni, S. 3 - 20. – *Mann*, F. A. (1992): The Legal Aspect of Money, 5th ed., Oxford. – *Menkhoff*, L. (1995): Geldpolitische Instrumente der Europäischen Zentralbank, Stuttgart. – *Mises*, L. von (1966): Human Action. A Treatise on Economics, 3rd and revised edition, San Francisco. – *Mises*, L. von (1981): The Theory of Money and Credit, Indianapolis. – *Morgenstern*, O. (1965): On the Accuracy of Economic Observations, 2nd ed., completely revised, Princeton, New Jersey. – *Paarlberg*, D. (1993): An Analysis and History of Inflation, Westport. – *Prast*, H. M. (1996): Commitment Rather than Independence: An Institutional Design for Reducing the Inflationary Bias of Monetary Policy, Kyklos, 49, S. 377 - 405. – *Richter*, R. (1994): Stabilitätskultur als Problem der Institutionen-Ökonomik, in: H. Hesse und O. Issing (Hrsg.), Geld und Moral, München, S. 73 - 90. – *Rogoff*, K. (1985): The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, Quarterly Journal of Economics, 100, S. 1169 - 1189. – *Sargent*, T. J. (1982): The Ends of Four Big Inflations, in: R. E. Hall (ed.), Inflation: Causes and Effects, Chicago and London, S. 41 - 97. – *Schelling*, T. C. (1960): The Strategy of Conflict, London. – *Smith*, A. (1976): An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, Vol. II, ed. by E. Cannan, Chicago. – *Stolper*, W. F. (1994): Joseph Alois Schumpeter: The Public Life of a Private Man, Princeton, New Jersey. – *Streißler*, E., L. *Blinsen*, S. *Schleicher* und H. *Suppanz* (1976): Zur Relativierung des Zieles der Geldwertstabilität, Göttingen. – *Vaubel*, R. (1978): Strategies for Currency Unification: The Economics of Currencies Competition and the Case for a European Parallel Currency, Tübingen. – *Woll*, A. (1979): Das Währungssystem einer freiheitlichen Ordnung, ORDO, 30, S. 411 - 442. – *Zippelius*, R. (1994): Rechtsphilosophie, 3. Auflage, München.

Zusammenfassung

Stabilitätskultur und Zentralbankabhängigkeit Notwendigkeiten für die neue Währung

Die Einführung der neuen europäischen Währung ist weitgehend politisch begründet. Zur Sicherstellung stabilen Geldwertes unter dieser politischen Vorgabe sind die Verpflichtung zur Stabilitätskultur und die weitgehende Unabhängigkeit der europäischen Zentralbank notwendige Voraussetzungen. Stabilitätskultur bedingt die einzige und verbindliche Zielsetzung der Preisniveaustabilität. Langfristiges Vertrauen der europäischen Bevölkerung in die neue Währung ist Ausdruck der zu schaffenden Stabilitätskultur. Unabhängigkeit gegenüber Alimentations- und Finanzierungswünschen von Interessengruppen sichern die reputationsfördernde und vertrauensschaffende Wegfindung der Zentralbank zum fokalen Punkt der Preisniveaustabilität. Die Maastricht-Kriterien sind für eine erfolgreiche europäische monetäre Stabilitätspolitik allenfalls von sekundärer Bedeutung.

Delivering Price Stability in EMU: the European System of Central Banks

By Daniel Gros*, Brussels

The institutional measures that have been taken to ensure that the euro will be a stable currency are as strong as one could realistically hope. But the distribution of responsibilities between the ECB and the national central banks, which will be mirrored in the relationship between the members of the Board of the ECB and the governors is not clear enough. The power of the centre should be reinforced.

I. Introduction

This paper describes the organizational structure of the institution that will be responsible for maintaining price stability for the Community once EMU starts. This institution is called the 'European System of Central Banks' and it will consist of a central institution (the European Central Bank) and the existing national central banks which will continue to operate under EMU but only as parts of the system. This paper therefore starts, in section II below, with a description of the statute of the European System of Central Banks (ESCB), concentrating on its central component: the European Central Bank.

Aside from the necessary organizational details these statutes contain two crucial general prescriptions. The first is the requirement that the ESCB should aim at price stability and the second is that it will be independent. These two elements will determine the quality of the monetary policy of the Community, they are therefore important enough to merit some further discussion. This is done in sections III and IV. Section III shows to what extent the primacy of price stability as the over-riding policy goal has been protected from potential interferences. Section IV argues that independence is a necessary condition for a consistent and credible anti-inflationary monetary policy and discusses any potential conflict between independence and accountability.

* Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels. This contribution draws in parts on joint work with Niels Thygesen.

Finally, section V discusses briefly the status of those Member States that will not be ready or willing to join full EMU from the start in 1999, and some issues relating to the introduction of the single currency. Section VI concludes.

II. The Governing bodies of the European System of Central Banks: Centre versus national central banks

The ESCB will consist of a central institution, the European Central Bank (ECB) and the national central banks of EC Member States who have joined the final stage (Art. 1). Central Bank governors from EU countries which have not entered the third stage of EMU will not take part in the joint decisions in the Governing Council of the ECB as foreseen by Art. 109k of the Treaty, which states that, in case of non-qualification of some member states for the final stage of EMU, the voting rights for the representatives of the central bank governors concerned on the ESCB Council will be suspended. The 'out' governors will, however, have a seat on the ECB General Council.

The ECB will have two governing bodies: the Executive Board and the Governing Council. The Executive Board will have up to six members: a President, a Vice President and four other members (Art. 11). The Board members will be nominated by the European Council for a period of eight years, not renewable, after the ECOFIN Council has given its opinion, and after consultations with the European Parliament and the Governing Council of the ECB.

The Governing Council (Art. 10) will comprise the six members constituting the Executive Board and the governors of the national central banks (Art. 10). Their terms of office shall be no less than five years. (Art. 14.2). All members of Council will have one vote (Art. 10.2).¹

These provisions are remarkable in several respects. Acceptance of the one-man one-vote principle must be seen as an important concession by Germany (and by other large member states). It was obtained in return for the explicit mandate to preserve price stability and the high degree of independence for the ESCB to be discussed below. Together with assured long periods of tenure, and the role of the ECB Governing Council in nominations for the Executive Board the voting rule should assure that this decisive policy-making body develops a high degree of cohesiveness and colle-

¹ This principle does not apply to voting on financial matters (distribution of profits and loss) for which a special key, based on objective criteria will be set and revised every five or ten years (Art. 28). The president casts the tie-breaking vote if necessary.

guality. Weighted voting could have fostered the thinking that governors were primarily representing national interests and not equal members of a collegiate body charged with formulating a common policy for Europe. Alliances of a few large member states could then de facto have come to dominate decision-making; and it would have been difficult to assure a proper role for the European-nominated members of the Board in the deliberations of the Governing Council.

As regards the division of responsibilities between the Governing Council and the Executive Board, the Statute vests the main authority in the former: 'The Governing Council shall formulate the monetary policy of the Community including, as appropriate, decisions relating to intermediate monetary objectives, key interest rates and the supply of reserves in the system, and shall establish the necessary guidelines for their implementation' (Art. 12.1) policy could hardly be set in sufficient detail by a Council likely to meet only on a monthly basis.

An intensive discussion did take place on the division of responsibilities for implementing policies between the ECB and the participating national central banks. The present formulation leaves no doubt as to the hierarchical nature of the system. The Executive Board implements policy 'by giving the necessary instructions to national central banks' (Art. 12.1). But as regards the practical execution of policies the statutes say that:

'To the extent deemed possible and appropriate and without prejudice to the provisions of this Article (i.e. the capacity to give instructions), the ECB shall have recourse to the national central banks to carry out operations which form part of the tasks of the ESCB.'

The ECB Board members will have six votes out of a total number of votes in the Governing Council of, initially, between thirteen (if only seven members of the 'core' states qualify for EMU) and twenty-one if all member states join (and more as EU membership widens). This minority position would initially resemble that of the Bundesbank Board (Direktorium) prior to 1992 with seven members in its Council (Rat) of a total of eighteen members.² However, all significant monetary policy operations of the Bundesbank are centralized in Frankfurt which makes up for any perception of weakness at the centre.

In the United States, the Federal Open Market Committee (FOMC) which meets every five to six weeks has functions analogous to those envisaged for the ECB Governing Council in setting monetary objectives and in formulating guidelines for the main policy instrument, open market opera-

² This was the position prior to enlargement when five new Länder joined. The sixteen members representing Länder were reduced to nine so that currently the balance is 8:9.

tions, to be undertaken through the Federal Reserve Bank of New York. The FOMC meetings are attended by the seven members of the Board of Governors, nominated by the President of the United States, subject to confirmation by the US Senate, and the twelve Presidents of the regional Federal Reserve Banks. Out of the latter only five have the right to vote at any one meeting, so the majority lies with the Board – provided they agree, obviously. The central position of the Board is further underlined by the attribution to it alone of two important policy instruments: discount rate changes and variations in reserve requirements. The Board of Governors accordingly has a dominant influence both on decisions and on implementation of policy.

A first comparison of the ESCB with either of the two main federal models – the Deutsche Bundesbank and the Federal Reserve System – in their present form must arrive at the conclusion that the ECB Executive Board is likely to have a relatively weaker position with respect to both decision-making and policy implementation than its German or US counterparts. The Board will be squeezed from one side by the Governing Council, the repository of all major policy-making authority, and, from the other side by the participating national central banks, anxious to preserve as many operational tasks as possible, partly to retain influence for themselves, partly to defend the perceived interests of their employees. The national governors will argue, on the basis of the principle of subsidiarity, that they can implement policy at least as efficiently as a new and inexperienced operational centre at the ECB under the daily management of the Board.

Could this weak position of the ‘federal’ element become dangerous even if decision-making remained centralized in the ECB Governing Council? It might not, but the experience of the Federal Reserve System in the first two decades of its existence suggests that there are dangers inherent in such a formula.

When adopting the Federal Reserve Act in 1913, the US Congress aimed to give maximum emphasis to decentralization and flexibility. Illusions were no doubt more widespread in the United States at the time than is currently the case in Europe, that it would be feasible, even within a single-currency area, to conduct a monetary policy with some elements of regional differentiation. The role of the Board of Governors of the Federal Reserve System was initially to supervise the Reserve Banks and ‘to review and determine’ their discount rates and lending ‘with a view to accommodating commerce and business’. The possibility that discount rates might differ between districts was envisaged, and the authority of the Board to impose a common level was ambiguous, though it was clarified in the course of the 1920s that the Board did have the decisive role. The Board

was, in addition, weakened by the collective influence of the twelve Federal Reserve Bank presidents, meeting quarterly in an advisory capacity, and by the dominant international role assumed by the regional bank in the major financial centre, the New York Fed, under its first president, Benjamin Strong.

It is not difficult to see fairly close analogies in this early US experience to what could happen in the early years of EMU, if a strong ambition to decentralize policy implementation prevails (Thygesen (1989)). The risks of indecision and slow, differentiated responses are magnified in the ESCB when it is recalled that national currencies will be fully replaced by the Euro only in 2002 and that national central banks have a long tradition of national monetary management by methods that are quite diverse.

With respect to some important tasks to be performed by the ECB, and not strictly related to monetary policy, it is easier to reconcile the efficiency of operations and the ambition to decentralize. Art. 3 of the statute mentions as the final task of the ESCB that it should 'contribute to the smooth conduct of policies pursued by the competent authorities relating to the prudential supervision of credit institutions and the stability of the financial system'.³ National central banks start with a clear comparative advantage over the ECB and its Board with respect to familiarity with the financial institutions in their territory, particularly to the extent that they already exercise supervisory functions nationally. Not all do, however – in Belgium, Denmark and Germany supervisory authority is vested in a separate government agency and not in the central bank – and there is disagreement between, say, the UK and German authorities as to the desirable degree of responsibility for financial stability to be exercised by a central bank mandated to pursue a monetary policy oriented towards low inflation. A potential conflict between the execution of these two tasks exists if a central bank is seen to be generous in its efforts to prevent financial instability by injecting additional liquidity. Yet all potential participants exercise some lender-of-last-resort function and that could hardly be performed in a fully centralized way. Nor is that the case in existing Federal systems such as in the United States. Some discretion within pre-specified limits has to be left with the individual participating central banks.

³ There should be efficiency gains to be reaped from a process of centralization and specialization of central banking tasks. For example, the EMI has already discussed quite detailed plans for a mechanism, called TARGET, to link national payments systems in the national central banks and operate the common monetary policy in Euro. EU central banks currently have some 60,000 employees; the total wage and salary bill may be close to Euro 3 - 4 billion. By contrast, employment in the Federal Reserve System which performs similar tasks, including supervisory and reporting functions, to those to be assigned to the ECB and the national central banks in a future EMU is less than half this number.

Economic theory cannot provide a clearer prescription for the mix between European and national representatives on the board of the ECB. Von Hagen and Süppel (1994) use a standard model adapted to a multi-country EMU to argue that national representatives are likely to have little interest in stabilization policy. An ECB Board dominated by representatives of national interests will thus undertake too little stabilization. But they also find that such a board is likely to produce too much inflation as long as little political power is allocated at the centre – as is currently the case in the EU.

The hypothesis underlying this approach is, of course, that the governors of the national central banks do indeed consider themselves representatives of their countries despite the ‘one-man one-vote’ principle. The behaviour of these governors is impossible to predict at this point. In federally structured central national central banks today the members of decision making bodies that are nominated by regional levels of government do not defend specific interests of their home region. But this was different in the US in the 19th century and at the start of the Federal Reserve System. Given that the differences in business cycle conditions across member states will remain for some time larger than those existing within federal states it is likely, however, that the position of national central bank governors will be affected by developments in their home country and they will consequently differ in their outlook. This should be a factor that strengthens the position of the Board of the ECB. The independence of national central banks combined with the on-man one-vote rule mentioned above should, however, minimize the risk that governors will act as if they were representatives of national interests.

While it is difficult to derive exact recommendations for the mix between European wide appointed and state representatives in the governing council of the ECB it is clear that enlargement will over time require a change in the current provisions. At the time Maastricht was negotiated the 6 members of the directorate might have seem still acceptable compared to the 12 members of the EC then. When enlargement pushes the number of member countries beyond 20 the overall size of the Governing Council will have become unwieldy and the relative representation of the European level too weak. A reform of this aspect of the ECB is thus unavoidable probably even before the end of stage IIIa.

This discussion of the organizational and operational aspects of the ESCB underlines a concern. Despite the, in most respects, clear and detailed provisions in the ESCB Statute, several ambiguities remain. Maybe it is not possible to clarify a priori working relationships between the Governing Council, the Executive Board and the participating national central banks. A formula of centralization of decision-making in the Council, dele-

gation of implementation to the Board and some decentralization of operations to the national central banks is appealing as an application of the principle of subsidiarity. It reconciles wide participation in decisions and execution with operational efficiency. Yet some doubt may still be legitimate whether the former has been given too much emphasis relative to the latter.

With time the ESCB will no doubt become cohesive and centralized, as authority and operational experience gravitates towards the centre. One hopes that it will not take two decades or more, as was the case in the United States, to settle down to a system which is both representative of regional views and efficient.

The future performance of the ECB will not be determined primarily by its organizational structure and its mode of operation, however important these dimensions are. More essential is the general mandate for the monetary policy to be pursued by the new institution and the latter's relationship to the political authorities, summarized under the headings of independence and accountability. The next two sections take up these issues.

III. Price stability as the primary objective

Art. 2 of the Statute states:

In accordance with Article 105 (1) of this Treaty, the primary objective of the ESCB shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, it shall support the general economic policies in the Community with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Community as laid down in Article 2 of this Treaty. The ESCB shall act in accordance with the principle of an open market economy with free competition, favouring an efficient allocation of resources, and in compliance with the principles set out in Article 3a of this Treaty.

This formulation is repeated in Art. 3a of the Maastricht Treaty. It is remarkably clear as a political agreement. The wording is less ambiguous than that of the Bundesbank Act of 1957, which defines the main responsibility of the German central bank to be 'the safe-guarding of the value of the currency' (Art. 3), while 'the (Bundes)bank should support the economic policy of the government, but can not be subjected to instructions by the latter' (Art. 12). This leaves more room for interpretation than the ESCB Statute; other central banks in the Community, particularly those with statutes dating back to the 1930s or 1940s when the ambition to integrate monetary policy fully into government decision-making was at a peak, operate under legal mandates that are far less clear with respect to the ordering of macroeconomic objectives and more open to the imposition of the preferences of the government at any point in time.

It would be a mistake to attach exclusive importance to legal texts in predicting the future performance of the ESCB. Some national central banks with no special emphasis on price stability in their statutory obligations and little formal independence of their political authorities have nevertheless over an extended period proved able to pursue policies – e.g., through participation in the EMS – which implied these characteristics. Yet it is significant that governments – and not just central banks – in the EU now seem prepared to subscribe to a clear and permanent, almost lexicographical ordering of their preferences with respect to the objectives of their joint monetary policy. In the following I will discuss first the link between independence and the price stability mandate. For a further discussion of the concept of price stability see von Hagen and Neumann (1996).

1. Independence and the price stability mandate

The statutory mandate to aim at price stability will give the ESCB a clear general direction for its policy. But to make delegation and monitoring transparent it would have been desirable to make the collective price objective more explicit. Vagueness about which price index – or indices – the system aims to stabilize could complicate both the efficiency of policy and the accountability of the new institution.

In order to make the concept of price stability operational it is necessary to specify what price index is to be stabilized.⁴ This choice is rarely made explicit even in countries where price stability is the main mandate for the central bank, probably because at the national level most prices move closely together. However, since prices can diverge much more at the European level than inside any member country, it would have been preferable to give some indication as to what price index it should look at. From a theoretical point of view the appropriate target index is the one that is most closely related to the source of the cost of inflation. For example, if one considers the main cost of inflation to be sub-optimal money holdings the appropriate index would be the consumer price index (CPI). But if the main cost of inflation is taken to derive from the variability in relative prices which leads to lower investment and production the appropriate price index to stabilize might be the producer price index. It is therefore difficult to decide on purely theoretical grounds what price index should be stabilized. The main factors in this choice will therefore be availability and

⁴ It is assumed here that the variability of prices inside the union is not a cause for concern because these relative prices will just represent the effects of regional shifts in overall demand or other non-monetary factors. The ESCB could therefore not be concerned with the lowest or highest regional inflation rate, but only with the average.

comparability across countries. The CPI has the advantage that it is published monthly everywhere, in contrast to wholesale and producer prices which are not available this frequently and usually only with a longer time lag. A further advantage of the CPI is that it is widely understood and used in wage negotiations.

2. *Exchange-rate regimes as a threat to price stability?*

A statutory duty for price stability is, of course, effective only to the extent that the central bank does not have other policy goals besides price stability. The provisions that are most likely to make price stability difficult to achieve concern the exchange rate of the Euro vis-à-vis other major international currencies and the management of government debt.

It is apparent that if the central bank also has to support the exchange rate it may not be able to combat the imported inflation that results if the exchange rate is pegged to an inflationary currency. The Treaty and the Statute are about as clear as one could realistically expect on this point. Among the tasks listed for the ESCB (Art. 3) one finds: 'to conduct foreign exchange operations consistent with the provisions of Art. 109 of this Treaty'. Art. 109 distinguishes two different types of situations regarding the exchange-rate regime. The ECOFIN Council may, if acting with unanimity, conclude formal agreements on an exchange-rate system for the ecu vis-à-vis non-EC currencies, though it must then have consulted the ECB 'in an endeavour to reach a consensus consistent with the objective of price stability'; the Council will also have to consult the European Parliament. The ECOFIN Council may then by a qualified majority 'adopt, adjust or abandon the central rates of the ecu within the exchange rate system'.

If there is no formal agreement with non-EU countries or international institutions, the ECOFIN Council may, by a qualified majority, 'formulate general orientations for exchange-rate policy ... without prejudice to the primary objective ... to maintain price stability'.

These provisions of the Treaty suggest that the ECB is unlikely for a long time to be obliged to intervene in exchange markets for non-EU currencies since unanimity in the ECOFIN Council to enter into explicit commitments in a Bretton Woods-like agreement with the United States, Japan and other nations seems a long way off. A non-publicized understanding of the type exemplified by the Louvre Accord would hardly be enough to pose a serious challenge to the emphasis given to price stability as the primary objective. Over the wide range of policies that stop short of 'formal agreements' the ECB is likely to retain the decisive influence over the external aspects of monetary policy in EMU. The Treaty goes further

towards limiting political influence over the central bank than analogous institutional arrangements in the United States and Japan. In the two other main industrial countries authority for exchange-rate policy is effectively shared between the political authorities and the central bank.

In both the United States and Japan conflicts have occasionally arisen in the past over the desirability of influencing the exchange rate as well as over the appropriate means. There is little doubt that,⁵ in such conflicts, the political authorities represented by the US or Japanese Minister of Finance or his Deputy have tended to have the upper hand on exchange-rate policy, even during the long span since 1973 when formal obligations in the international monetary system have been at a minimum. As regards giving discretion to the central bank in day-to-day interventions, the politically set constraints are also very visible in the United States and Japan, maybe because international reserves are in these countries owned by the Treasury which is accountable to Congress/the Diet for their management; some authors have used the term 'mutual veto', i.e., that the central bank and the Ministry of Finance can both exercise a veto on such operations (Destler and Henning (1989), p. 88.). Typically, this has implied fewer interventions (or other efforts at international coordination) than the central banks, with their concern about limiting short-run movements in the exchange rate, would have preferred, because the political authorities have tended to put a relatively greater weight on purely domestic objectives.

In EMU the relative preferences are more likely to be in the opposite direction. If the governing bodies of the ECB turn out to be as single-minded in their pursuit of price stability as the mandate suggests, the participants in ECOFIN – some of which are anyway quite sympathetic to more active management of the relationship to the dollar – will occasionally want more attention paid to exchange-rate stability. Within the more balanced relationship between the monetary and the political authorities foreseen in Europe, the Council majority will not, like their US and Japanese colleagues, simply impose a decision on a reluctant ESCB Council; they will need to persuade the central bankers in the ECB Council during the consultative procedure. It would be an illusion to believe that the Ministers would not, on some of these occasions, prevail, partly because appeal to external considerations will be their only formal way of overriding the views of the central bankers. Even though the ECB governing bodies would in such cases still have the authority to sterilize interventions and stick to an aggregate monetary objective, the pressure from external factors constitutes a residual, but weak threat to its ability to pursue its mandate at all times.

⁵ As demonstrated for the US case by *Destler and Henning* (1989) and for Japan in *Funabashi* (1988).

If anything, the remaining concern about the Treaty provisions for exchange-rate policy in EMU may be that the ECB will become so keen on demonstrating its authority over the exchange rate of the Euro that the EMU participants will find it difficult to participate in any efforts at international policy coordination in the G7 or elsewhere which imply some exchange-rate stabilization. Since the EMU participants will also be largely unable to commit to any significant measures of budgetary policy, because collective authority in this area is weak they are likely to find themselves the most passive participants in global policy coordination. This in turn could cause conflicts with a majority of EU governments, some of which may still be taking part individually in the G7, and between the EMU participants and the two other main actors in the international monetary system. Furthermore, reduced sensitivity to movements in the dollar could lead to wider fluctuations between the Euro and the dollar than those experienced since the Louvre Accord of 1987. Given the way in which it has now been set up, EMU is not a recipe for greater global currency stability.

3. Public Debt Management as a threat to Price Stability

The other route by which the independence of the ECB and its capacity to retain price stability as the primary objective could be eroded is through its participation in financing government deficits. If the ECB could occasionally be obliged to finance government deficits directly, the System might also be pushed into following a more expansionary policy than is compatible with stable prices. But on this point the ESCB Statute is unequivocal in denying monetary financing (Art. 21.1); and a similar wording is used in Art. 104, 1 of the Treaty:

Overdraft facilities or any other type of credit facility with the ECB or with the national central banks of the Member States (hereinafter referred to as 'national central banks') in favour of Community institutions or bodies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States shall be prohibited as shall the purchase directly from them by the ECB or national central banks of debt instruments.

Some critics, e.g., Branson (1990) and Goodhart (1991), have found that even these apparently firm operational constraints may prove illusory. Indirect financial support to governments through sizeable purchases of their securities in the secondary market, possibly shortly after issue, may convey as important a signal as more limited purchases at issue. It would be safer, according to this view, either to prescribe that ECB operations may take place only in government and other securities with the highest credit rating – this would eliminate pressure on the ECB to reduce risk premia on the

securities of governments with high or rapidly rising debt – or to impose strict rules on the national composition of the system’s open market portfolio. As an even more strict alternative one might have envisaged a rule to conduct open market operations only in private securities. This does not seem necessary. It is normal practice even for stability conscientious central banks to conduct their policy in the market for government-backed paper. The prohibition of credit to governments is reinforced by the ‘no-bail-out’ rule of Article 104b which states clearly that the EU ‘shall not be liable for or assume the commitments of central governments, regional, local or other public authorities, ...’. As any bail-out would require unanimity there is no danger that pressure from this side could undermine monetary policy.

4. *Other Policy Goals*

The Statute of the ESCB also contains the provision that the system should ‘without prejudice to the objective of price stability support the general economic policies of the Community’ (Art. 2.2).⁶ However, given its subordinate rank this requirement would effectively be suspended if it conflicts with the need to pursue restrictive policies and should therefore not constitute a danger for price stability.

The requirement to support Community economic policies does not provide a direct channel through which the ECOFIN Council could affect monetary policy. In this sense it poses less of a danger to a consistent anti-inflationary policy than the other two provisions discussed so far. In the Community this requirement will anyway be difficult to interpret since the policy stance of different member states can be expected to diverge at times considerably even in EMU, and the Community itself would not be able to establish an overall fiscal policy stance because its budget would remain small relative to national budgets. For some time to come it will therefore be difficult to interpret what the policy stance of the Community is.

The conclusion is clearly that none of the three routes capable of eroding the independence of the ESCB and its commitment to price stability – political decisions on exchange-rate policy, participation in the financing of government deficits, and support of the general economic policies of the Community – are likely to endanger a stability orientated policy of the ECB.

⁶ This is also the case at present in the Federal Republic of Germany (Bundesbank Act, Art. 12).

IV. Independence and political accountability: necessary but also conflicting conditions for price stability?

As an aside one should note that the clear mandate to aim at price stability is also a condition for independence, and not only the other way round. It is indeed difficult to imagine that an ESCB mandate to pursue a number of macroeconomic objectives in some unspecified order could have been made compatible with operational independence. If the ESCB Statute had indeed repeated the listing of objectives set for the Community in general,⁷ regular political reassessments of the relative weight of the different objectives would have become legitimate. Such reassessments are essentially political decisions which could not be delegated to an institution outside the centre of the policy-making process. A simple and single-valued objective is arguably the only basis on which monetary policy could be delegated to the ESCB and subsequently monitored by the political authorities and the public.

All the provisions in the statutes that aim to assure price stability can, however, be effective only if the ECB is independent of other influences. The purpose of this section is to show that the more formal attributes of independence of the ECB established in its statute are crucial in assuring its anti-inflationary credibility.

Independence of the central bank is, of course, only a necessary condition for price stability. Other important factors that assure price stability in the long run are the aversion to inflation felt by the public and, more particularly, the behaviour of the representatives of employees and employers reflecting such an attitude. However, as these dimensions are, partly at least, also dependent on the behaviour of the central bank, this section concentrates on the role of central bank independence in assuring a credible anti-inflationary policy.

Even if a central bank has a formal statutory duty of price stability and the means to pursue this goal, it might not always be able to do so if it is not politically independent. There are strong theoretical reasons to believe that independence is a necessary condition for price stability. The main reason is that unanticipated inflation has the potential to stimulate, even if only temporarily, economic activity (especially relevant to governments when facing short electoral time-tables) and to reduce the real value of

⁷ This would hardly have been possible: Article 2 says: 'The Community shall ... promote ... a harmonious and balanced development of economic activities, sustainable and non-inflationary growth, respecting the environment, a high degree of convergence of economic performance, a high level of employment and of social protection, the raising of the standard of living and quality of life, and economic and social cohesion and solidarity among Member States.'

public debt. Even well-intentioned policy-makers face the issue of how to convince the public that they will never succumb to the temptation to create surprise inflation. An independent central bank, however, does not face this temptation to create surprise inflation because, if its statutory duty is to safeguard price stability, it has no interest in temporarily increasing economic activity or lowering the value of public debt through surprise inflation. Central bank independence can therefore, at least to some extent, solve the credibility problem.⁸

The degree to which a central bank is independent can never be established with precision. However, there are at least three objective factors that can serve as indicators:

- i) Independence of instructions from government bodies (in the EU this means versus the European and the national level).
- ii) Personal independence of Board and Council members.
- iii) Legal rank of its statute.

(i) The ESCB statute goes to great lengths in emphasizing this point: 'neither the ECB nor a national central bank nor any member of their decision-making bodies shall seek or take instructions from Community institutions or bodies, from any government of a Member State or from any other body' (Art. 7). This formulation, taken literally, would appear to preclude any possibility to override the way in which the governing bodies of the ECB interpret the pursuit of the general mandate for monetary policy. It is more explicit than existing national central bank legislation, though the Bundesbank Act (Art. 12) comes close: 'In exercising the powers conferred on it by this Act, it (the Bundesbank) is independent of instructions from the Federal Government.'

Freedom from instructions does appear indispensable for the credibility of the ECB. If it could receive instructions from the ECOFIN Council, or if individual members of the Governing Council could be obliged to vote in accordance with mandates from their respective national governments, suspicions that coalitions of political interests would impose their preferences, occasionally different from those embodied in the price stability mandate, would be unavoidable. The ECB needs formal attributes of independence more than existing national central banks.

⁸ The theoretical and empirical contributions concerning the issue of credibility always take as their point of departure countries where there is a political cycle with well defined dates at which national elections take place. This will not be the case in the Community and one could therefore argue that the issue of credibility and the political business cycle is less important for the Community than for countries that have a central political authority which determines macroeconomic policies.

In some European countries the central bank has developed considerable de facto independence despite being formally subject to instructions or to the risk of being reduced to insignificance by the activation of legislation enabling the government to implement major monetary decisions. For example, the Netherlands Bank can, according to the Bank Act of 1948, (section 26), be subjected to instructions by the Minister of Finance, after consultations in a forum of representatives of industry, the labour market organizations and some independent experts, but the authority has remained unused throughout the post-war period. In the Dutch case the restraint by the political authorities is explained by the provision that disagreements between government and central bank would have to be made known to the public and debated in Parliament, see Eizenga (1987). In short, using its authority would entail risks for the government. Similar constitutional elements could not be built into a European structure for the foreseeable future, because neither the ECOFIN Council nor any of its individual members would be faced with the threat of a parliamentary crisis in case there is open disagreement with the Governing Council of the ECB.

(ii) The personal independence of Board and Governing Council members is enhanced by appointing them for relatively long terms – eight years for Board members (Art. 11.2) and a minimum of five years for the national central bank governors (Art. 14.2) – and by assuring that a member can only be relieved from office on the grounds of ‘serious misconduct’ (Art. 11.4) or ‘serious cause resting in his person’ (Art. 14.2). Appointments will undoubtedly be politicized – as they are today in most countries, including those such as Germany and the United States which pride themselves on having an independent central bank. However, when there is security of tenure over a relatively long period, experience from these systems shows that members of the governing bodies develop substantial independence of the original environment from which they were nominated.⁹

Board members cannot be re-appointed. Whether or not this strengthens independence is debatable: on the one hand it implies that governments cannot reward ‘soft’ policy by a second turn. On the other hand it means that in practice the cohesion of the Board might be diminished and all

⁹ Financial independence in the sense of being able to determine salaries and not being subject to normal governmental and politically controlled audit is another dimension which is a desirable complement to personal independence. As pointed out, e.g., in *Louis et al. (1989)* the experience of the Federal Reserve System is illustrative; the Fed is subject to politically imposed ceiling on remuneration – this is thought to be one reason why it sometimes finds it difficult to retain the services of members of the Board of Governors and of top staff – and to government audit.

Board members might be even more dependent on political good-will to find a suitable job after their term has expired. See also Kenen (1995).

(iii) The third formal determinant in assessing central bank independence is inherent in the conditions under which the statute can be changed. The more difficult this is, the more secure is the central bank; and the more easily will the confidence of the public be established that independence is permanent. The Statute for the European System of Central Banks is a Protocol annexed to the Treaty on European Union; some of its provisions have also been taken up in the Treaty text itself.¹⁰ Since the Treaty can only be changed if all member states agree and ratify amendments, the Statute of the ESCB has a very high legal, *de facto* constitutional, rank.

Existing national central banks occasionally, though in practice rarely, see their legal framework modified, and national parliamentary bodies, if not governments, will be able to override the views of the central bank on the formulation of its general mandate or on other central issues.¹¹ In this sense, the ESCB will be more assured of an unchanged constitutional framework than are its national components.

We have stressed the three formal criteria for independence in addition to the more operational provisions, because they have been treated in a clear-cut way in the Statute and add further to the status of the ECB in the Community. But the three criteria also provide a link to the institutional literature on central banking history and to the limited number of efforts so far at testing empirically the relationship between central bank independence and price stability. See Alesina (1989) or Masciandaro, Grilli and Tabellini (1990), using the three criteria discussed and combining them somewhat arbitrarily into an index of central bank independence, showed that there is a strong link between independence and performance in terms of low inflation. In particular the two most independent central banks in the industrialized world (in Germany and Switzerland) produced also the two lowest inflation rates over the last decades. In terms of this formal approach the ECB would receive the same ranking as these two latter examples, or possibly an even lower one. This suggests that, from an institutional point of view, one should expect the monetary policy of the ECB to be at least as good in terms of price stability as that of the Bundesbank.

The statistical analysis on this complex issue is made difficult by the fact that variables like central bank independence and other related concepts are

¹⁰ Art. 106 of the revised Treaty opens up a simplified procedure for raising non-essential Articles in the ESCB statute.

¹¹ Amendments to the Federal Reserve Act or Congressional Resolutions containing monetary policy guidelines have been put forward and adopted in the US Congress on several occasions in the past two decades.

difficult to measure. Efforts by different economists to measure central bank independence in a single number have led to quite different results. The different rankings of central bank independence that are available usually agree broadly that the Bundesbank and the Swiss National Bank are among the most independent, but for other central banks the rankings differ considerably.

The rank correlation coefficients among the 3 most often cited measures of central bank independence are only between 0.5 and 0.7 as shown in Eijffinger and de Haan (1996) who survey the evidence and find that the depend on what specific indicator is used. The vast majority of the large number of empirical studies confirm, however, that there is an association between central bank independence and low inflation.

Given that most of these variables do not change over time the degrees of freedom available for a statistical analysis is usually limited by the number of countries available for a cross-section analysis. A sample that comprises OECD countries, (because LDC face quite different problems and institutional set-ups) has thus usually at best about 20 degrees of freedom. The significant results reported by many authors depend thus essentially on the two 'outliers' in terms of central bank independence and inflation Germany and Switzerland.

Posen (1993) questions the relationship between independence and low inflation. In his view both are caused by another factor, namely opposition against inflation coming from the financial sector. In support of his view he shows that central bank independence is strongly correlated with his measure of financial opposition to inflation and that independence has no significant influence on inflation once one accounts for a measure of financial opposition to inflation (essentially whether or not a country has universal banks).

The relationship between central bank independence and low inflation cannot be fully disentangled through statistical analysis. The general aversion of the public and the political system against inflation influences at the same time the institutional set-up and the choices of the central bank in its daily work. But the institutional choice, once it has been made, continues to exert its influence if the political circumstances change. Independence that is institutionally guaranteed is thus an important factor even if *de facto* independence can also be achieved under specific circumstances. An independent central bank is no guarantee against inflation if there is extraordinary pressure on it or if the prevalent economic paradigm changes. But under normal circumstances independence, coupled with a clear mandate, should result in something close to price stability.

Is there any reason to believe that the general economic environment will be such that the ECB will face unsurmountable obstacles in achieving its mandate? This is unlikely for the foreseeable future. The experience of the 1970s and 1980s has shown that inflation had a high cost and trade unions are aware of the fact that excessive wage claims are not in the interest of their members. Moreover, trade unions in some countries also look after the interests of retired workers and employees who depend on pensions that are fixed in nominal terms or only partially indexed. The relative weight of retirees can only increase over time forcing trade unions to become increasingly inflation averse even if they have only the narrow, short term interests of their members in mind.

Finally, one should not overlook a factor that does not enter in any formal model, but which is likely to influence the decisions of the ESCB. The members of its governing committees realize that their performance will be measured on the basis of the track record of the Bundesbank. They will consider themselves to have failed if their result is substantially worse than the very low inflation rates realized in Germany over the long run and in the rest of the Core over the last 5 years. This is also the reason why explicit performance criteria, while in theory desirable, would achieve very little in reality. For example, linking the remuneration of the Board Members either directly or indirectly (by fixing it in nominal terms) to a specific inflation target (see e.g. Neumann (1991) is not likely to have a significant impact on policy choices. One or two percent drops in (the real value of) their salaries is not going to lead such a group of high ranking public officials to reconsider their policy. A serious drawback of giving central bankers a direct pecuniary interest in a certain inflation target is that they would have greater difficulties in defending their policy in public. The charge that they are pursuing a tough policy just because they given personally not because it is in the interest of Europe.

In the end this debate comes down to whether one should consider central bankers as 'self interested bureaucrats' or 'benevolent' dictators? Economic models usually assume one of the two. The public choice analysis is based on the first hypothesis whereas economists that emphasise the importance of central bank independence start often from the second hypothesis. For a survey see Kirchgässner (1996).

An extreme, but useful, example of the public choice school is Vaubel (1993) who shows that even the Bundesbank tends to have a political bias in this policy. But even if one accepts this result one does not have come to the conclusion that all actions by the Bundesbank are dictated by political or personal interest. The political preferences of the majority of the Zentralbankrat might explain why the Bundesbank deviates at times marginally from its usual decision rules. But this approach cannot explain why

the Bundesbank has established nevertheless a rather consistent track record over several decades.

The forces tending to ensure price stability for the euro area are thus particularly strong on all three counters: i) the institutional set-up is stronger than in any country, ii) any potential opposition to a tight monetary policy will be particularly fragmented, and, iii) the personal prestige of the policy makers of the ESCB will depend on their ability to equal the best price stability record over the post war period.

It is sometimes argued that there is conflict between the requirement that a central bank should be independent and the idea that it should also be accountable for its actions to a democratically elected body (Cooper, 1994). However, this conflict might be more apparent than real. An effective statutory duty to aim at price stability and political independence appear to be necessary conditions for a consistent and credible anti-inflationary policy. However, these two elements alone are not sufficient to guarantee that the ECB will always pursue stable prices. Its task may become difficult if tensions in the labour market result in excessive increases in nominal wages because this would leave it the choice of accommodating the inflationary expectations or pursuing a restrictive policy with adverse consequences for employment. Such a conflict is less likely to arise to the extent that the value of stable prices is generally recognized.

The general environment in which the ESCB operates is therefore an important element in determining to what extent it will be able to attain the goal of price stability. Regular contacts between the Governing Council of the ECB and the constitutional national central banks – i.e. the entire system, not just the centre and democratically elected institutions, could increase public support for a policy aiming at price stability and thus make it easier to achieve this target. In a number of countries an obligation for the central bank to report to a parliamentary body, to interpret what happens in financial markets, and to explain the purposes and achievements of monetary policy has been helpful in developing understanding of policy aims. The reports by the Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System to specialized committees in the US Congress provide one such example. Accountability in this sense to a parliamentary body has not been in conflict with independence of the executive branch of government: it may have advanced the latter. Some degree of democratic accountability, for example in the form of regular reports to the European Parliament might therefore actually facilitate the task of achieving price stability.

V. The implications of variable geometry

All Member States participate fully in the European Monetary Institute (EMI) regardless of their degree of preparation for full EMU and of the constraints to which they have subjected their exchange-rate policy. The two countries which have explicitly reserved their position with respect to participation in full EMU – the United Kingdom and Denmark – still take part in preparations for the latter in the Council of the EMI and in the ECOFIN Council.

Once the decision to enter stage III has been taken, it becomes unavoidable to distinguish institutionally between those Member States which have joined EMU (and have transferred all monetary sovereignty to the ESCB) and those Member States which have not (either because they have been found by a qualified majority in the Council not to be ready, or because they have themselves opted out). The Treaty expresses very clearly that non-participation in EMU implies exclusion from rights and obligations within the ESCB (Art. 109k (3) of the Treaty and Chapter IX of the ESCB Statutes) and suspension of voting rights in the ECOFIN Council with respect to a number of important provisions relating to EMU, notably the procedure (Art 104c) on ‘excessive deficits’ and decisions on recommendations (‘general orientations’) for exchange-rate policy. On these matters a qualified majority in the ECOFIN Council will be defined as two thirds of the votes of Member States without a derogation, i.e. the full participants (Art. 109k (5)).

The Treaty does not specify in great detail the institutional provisions for cooperation between participants and non-participants in EMU. Countries that have not met the convergence criteria, but are politically ready to join EMU will have their derogation examined at least every two years, but they may also request earlier examination (Art. 109k (2)). The EMI in which all Member States participate with equal rights will be liquidated on the date of entry into stage III and its functions will be taken over by the ECB. Art. 44 of the ESCB Statute states, however, that the ECB will ‘take over those tasks of EMI that, because of the derogations of one or more Member States still, have to be fulfilled...’, and the ECB will have an advisory role in lifting derogations.

For the purpose of discharging the tasks listed in Art. 44, viz. monetary coordination and preparation for the abrogation of derogations, and to continue cooperation in general with the non-participants, a third decision-making body of the ECB, the General Council, will be set up. It will be composed of the President and Vice President of the ECB – but not the other four members of its Executive Board – and the governors of the cen-

tral banks of all Member States. The General Council has, like the EMI Council, advisory functions, but no decision-making authority.

With the beginning of stage III the EMS agreement is implicitly abrogated among the countries that fix their exchange rates irrevocably. One of the key features of the planned future ERM II is that any intervention obligations of the ECB should be suspended if there is a danger for price stability and that the ECB should have the opportunity to initiate changes in the central parity of 'out' currencies against the Euro if they have become unsustainable. Moreover, the payments system that will be used to execute the common monetary policy in Euro has been designed in such a way as to exclude the possibility that non-participating banks could disrupt the common monetary policy. There is therefore little danger that a variable number of participants in EMU could cause a danger for price stability.

References

- Alesina*, Alberto (1989): 'Political and business cycles in industrial democracies', *Economic Policy*, 8, April: 57 - 89. – *Bofinger*, Peter, *Reischle*, Julian and *Schächter*, Andrea (1996): 'Geldpolitik: Ziele, Konzeptionen, Instrumente', Vahlen, München. – *Branson*, William H. (1990): 'Financial market integration, macroeconomic policy and the EMS', in C. Bliss and Jorge Braga de Macedo (eds.), *Unity with Diversity in the European Economy: the Community's Southern Frontier*, Cambridge University Press, Cambridge, pages 124 - 30. – *Cooper*, Richard (1994): 'Yes to European monetary unification, but no to the Maastricht Treaty', pages 69 - 72, in '30 Years of European monetary integration, from the Werner Plan to EMU' edited by Alfred Steinherr, Longman, London. – *Destler*, Ian and *Randall Henning* (1989): *Dollar policies: exchange rate policymaking in the United States*, Institute for International Economics, Washington, DC. – *Eijffinger*, Sylvester and *Jakob de Haan* (1996): 'The Political Economy of Central-Bank Independence' *Special Papers in International Economics* No. 19, Princeton University Press, May. – *Eizenga*, Weitze (1987): 'The independence of the Deutsche Bundesbank and the Netherlands Bank with regard to monetary policy: a comparative study', *SUERF Papers on Monetary Policy and Financial Systems*, 2, Tilburg. – *Emerson*, Michael et al. (1991): *One Market, One Money*, Oxford University Press, Oxford. – *Folkerts-Landau* and *Peter Garber* (1992): 'The ECB: a bank or a monetary policy rule?', in M. Canzoneri et al. (eds.) *Establishing A Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press, Cambridge. – *Funabashi*, Yoichi (1988): 'Managing the dollar: from the Plaza to the Louvre', Institute for International Economics, Washington, DC. – *Goodhart*, Charles (1991): 'The Draft Statute of the European System of Central Banks: a commentary', *Special Paper*, 37, *Financial Markets Group*, London School of Economics, London. – *Gros*, Daniel and *Karel Lanoo* (1996): 'The Passage to the Euro', *Centre for European Policy Studies (CEPS)*, Working Party Report No. 15, Brussels, November. – *Gros*, Daniel and *Niels Thygesen* (1992): 'European Monetary Integration, From the European Monetary System to European Monetary Union', Longman, London. – *Hefeker*, Carsten (1996): 'Interest Groups and Monetary Integration', Westview Press,

San Francisco. – *Kenen, Peter* (1995): 'Economic and Monetary Union in Europe Moving Beyond Maastricht' Cambridge University Press, Cambridge. – *Kirchgässner, Gebhard* (1996): 'Geldpolitik und Zentralbankverhalten aus der Sicht der Neuen Politischen Ökonomie', pages 21 - 42, in 'Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Geldpolitik', Festschrift für Norbert Kloten, by Peter Bofinger and Karl-Heinz Ketterer (eds.), Mohr, Tübingen. – *Louis, Jean-Victor et al.* (1989): 'Vers un système Européen de banques centrales', collection Etudes Européennes, Editions de l'Université de Bruxelles. – *Masciandaro, Donato, Vittorio Grilli and Guido Tabellini* (1990): 'Fiscal deficits and monetary institutions: a comparative analysis', in H. Cheng (ed.), Challenges to monetary policy in the Pacific-Basin countries, Kluwer Publishers. – *Neumann, Manfred* (1991): 'Central bank independence as a prerequisite of price stability', in European Economy, special issue, Commission of the European Communities, Brussels. – *Posen, Adam* (1993): 'Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There Is No Institutional Fix For Politics', in Finance and the International Economy, The Amex Bank Review published by Oxford University Press. – *Thygesen, Niels* (1989): 'Decentralization and accountability within the central bank: any lessons from the US experience for the potential organization of a European central banking institution?', in Paul De Grauwe and Theo Peeters (eds.), 'The Ecu and European Monetary Integration', Macmillan Press, London, pages 91 - 114. – *Vaubel, Roland* (1993): 'Eine Public-Choice-Analyse der Deutschen Bundesbank und ihre Implikationen für die Europäische Währungsunion', in Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Dieter Duwendag and Jürgen Siebke eds. Duncker & Humblot, Berlin, pages 23 - 80. – *von Hagen, Jürgen and Roland Süppel* (1994) 'Central Bank Constitutions for Monetary Unions', CEPR Discussion Paper 919, March. – *von Hagen, Jürgen and Manfred J. M. Neumann* (1996): 'A Framework for Monetary Policy under EMU'. – *Walsh, Carl E.*: 'Central Bank Independence and the Short-Run Output-Inflation Trade-Off in the European Community'.

Summary

This paper has argued that the institutional measures that have been taken to ensure that the euro will be a stable currency are as strong as one could realistically hope. One can thus be confident on one of the most often discussed aspect of EMU, namely that the ECB will in fact conduct an anti-inflationary policy. But some doubts must remain concerning an aspect that is often overlooked, namely the distribution of power and responsibilities between the ECB and the national central banks which will be mirrored in the relationship between the members of the Board of the ECB and the governors. On this account the statutes of the ESCB are too vague and give insufficient power to the centre.

The preparations for the monetary policy instruments to be used after 1999 that are going on at present in the EMI show that the danger of excessive decentralization have been recognized. Under normal circumstances EMU should thus be able to function well. But if circumstances were to arise that required quick and decisive action the decision making structure governing the euro area might prove to be inefficient. To borrow an expression from Folkerst-Landau and Garber (1992): The ECB is strong as a monetary policy rule, but underdeveloped as a central bank.

Will the institutional guarantees be enough to deliver price stability? It is sometimes argued that other countries lack the 'Stabilitätskultur' of Germany. However, this argument must assume that trade unions and other institutions are not rational in their behaviour. There is no reason why one should assume this. When confronted with a tight monetary policy the behaviour of trade unions can change very quickly as the experience with the successful disinflation in southern Europe has shown. There is therefore no reason to believe that a stability orientated ECB will flounder on an implacable opposition from trade unions or other institutions.

Entwurf für eine europäische Geld- und Währungspolitik

Von Jürgen von Hagen¹, Bonn und Manfred J. M. Neumann², Bonn

I. Einleitung

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird voraussichtlich zum 1. Januar 1999 für die Europäische Währungsunion (EWU) die Führung der Geldpolitik übernehmen. Die EWU wird zu diesem Zeitpunkt eine Teilgruppe der Gemeinschaft der Fünfzehn sein. Als Vorläufer der EZB ist das Europäische Währungsinstitut (EWI) beauftragt, das von der EZB zu entscheidende Konzept der künftigen Geldpolitik zu entwickeln. Bisher sind nur vage Überlegungen vom EWI vorgelegt worden (vgl. EWI 1996). Wir betreten also Neuland und sind daher frei, Vorschläge zu entwickeln.

Der EU-Vertrag stellt dem Europäischen Zentralbanksystem (ESZB) das vorrangige Ziel, Preisstabilität zu gewährleisten. Sofern dies gesichert ist, soll das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unterstützen. Die Verpflichtung zur Unterstützung bezieht sich ausdrücklich auf die allgemeine Wirtschaftspolitik *in der Gemeinschaft* und nicht *der Gemeinschaft*. Aus dem Kontext des Vertrags ergibt sich, daß es für das ESZB keine Verpflichtung geben kann, die Politik eines bestimmten Organs der Gemeinschaft zu unterstützen.³ Ähnlich wie im Fall der Bundesbank (Neumann und von Hagen, 1992) liegt die Bedeutung dieses Textes vielmehr darin, daß die EZB in Zeiten der Preisstabilität nicht eigenmächtig wirtschaftspolitische Ziele verfolgen kann, die mit den allgemeinen Grundsätzen der Gemeinschaft unvereinbar wären.

Der Leitgedanke der Formulierung eines geldpolitischen Konzepts für die EWU ist daher die Sicherung der Preisstabilität. Ein solches Konzept muß zwei wesentlichen Herausforderungen begegnen: Nach innen gerichtet muß es eine Operationalisierung des Begriffs Preisstabilität leisten und eine Strategie zu seiner Erreichung entwickeln. Nach außen gerichtet muß es die

¹ Zentrum Für Europäische Integrationsforschung, Universität Bonn, Indiana University und CEPR.

² Universität Bonn.

³ Vgl. dazu auch *Harden* und *von Hagen* (1996).

währungspolitischen Beziehungen zwischen der EWU und den übrigen Ländern der Union sowie den Ländern außerhalb der EU gestalten.

In der aktuellen Diskussion um das Konzept der europäischen Geldpolitik gibt es zwei rivalisierende Vorbilder: das englische Konzept des *inflation targeting* – die Formulierung von Inflationszielen verbunden mit regelmäßigen Inflationsprognosen – und das deutsche Konzept einer langfristigen Preisnorm – einer Preissteigerungsrate von nicht mehr als zwei Prozent im mittelfristigen Durchschnitt – verbunden mit jährlichen Geldmengenzielen. Das dritte traditionelle Konzept, die Bindung der Geldpolitik durch ein Wechselkursziel mit einer stabilen Partnerwährung, scheidet für die EZB aus, weil sich die EWU allein aufgrund der Größe ihres Währungsraums nicht bedingungslos an der Geldpolitik eines anderen Währungsraums (Japan oder USA) orientieren könnte.

Das EWI hat inzwischen klargestellt, daß für die Geldpolitik der EZB nur noch die alternativen Strategien der Vorgabe eines Geldmengenziels oder des direkten Ansteuerns eines Inflationsziels in Frage kommen.⁴ Deshalb konzentrieren wir uns auf diese Optionen. Die beiden angesprochenen Konzepte unterscheiden sich erstens in der operationalisierten Definition des Begriffs Preisstabilität. Darauf werden wir in Abschnitt II eingehen. Sie unterscheiden sich zweitens in der Verbindung zwischen den täglichen Operationen der Zentralbank und ihren längerfristigen Zielvorstellungen. Diese Unterschiede diskutieren wir in Abschnitt III. In Abschnitt IV entwerfen wir ein Konzept für das währungspolitische Verhältnis zwischen den Teilnehmern an der EWU und den anderen EU Staaten. Abschnitt V faßt unsere Argumente zusammen.

II. Preisstabilität in der EWU?

Angesichts der Prominenz, die die Verpflichtung des ESZB auf Preisstabilität in den Maastrichter Verträgen gewonnen hat, überrascht, daß der Vertrag keine Definition dieses Begriffs liefert. In einem nationalen Währungsgebiet stellt das Preisniveau den Preis eines Warenkorb dar, der die Konsum- oder Produktionsstruktur der Volkswirtschaft repräsentiert. Der Auftrag, Preisstabilität zu wahren, verpflichtet die Zentralbank, die Geldpolitik so zu benutzen, daß der Preis dieses Warenkorbs stabil bleibt.

Preisstabilität heißt aber nicht, daß alle Preise stabil sind und schließt insbesondere regionale Unterschiede in der Preisentwicklung nicht aus. Daraus folgt, daß aus der Sicht von Individuen in unterschiedlichen Teilen des Währungsgebietes Preisstabilität in unterschiedlicher Weise realisiert

⁴ Vgl. *EWI* (1996), 43.

sein kann: So erlebten Bewohner des Nordostens der USA zwischen 1985 und 1991 eine Zunahme ihres Konsumentenpreisindex von 31.5 Prozent, Bewohner des Südens eine Zunahme von 24 Prozent. Da die Inflationsanpassung nominaler Einkommen wie z. B. von Renten in den USA aufgrund des allgemeinen Preisniveaus geschieht, bedeutet dies einen realen Einkommensverlust des Nordostens gegenüber dem Süden von 7.5 Prozent für Bezieher nominaler Einkommen.

Solche Unterschiede lassen sich mildern, indem das Preisniveau als Durchschnitt regional unterschiedlicher Preisindizes gemessen wird, so wie dies in den USA der Fall ist. Für die EZB ist nach der Erstellung *harmonisierter* Preisindizes für die nationalen Volkswirtschaften in der Vorphase der EWU ein analoges Vorgehen zu vermuten. Nach einer Verordnung des EU-Rats vom Oktober 1995 sollen harmonisierte Verbraucherindizes unter Verwendung vergleichbarer Definitionen und Verfahren aufgestellt werden. Als Vorläufer sind bisher ‚Interimindizes‘ verfügbar, die bestimmte Komponenten nicht berücksichtigen, bei denen sich die nationalen Indizes sehr stark unterscheiden.⁵ Dennoch besteht die Gefahr, daß aufgrund der größeren Unterschiede in den Konsumgewohnheiten in den Mitgliedsländern der EWU der Begriff Preisstabilität für einen Teil des Publikums vage wird, und zwar um so mehr, je unterschiedlicher die an der Währungsunion beteiligten Wirtschaften und je größer das Ausmaß an regionalen Preisverschiebungen sind, die in der Währungsunion vorherrschen. Die aktuellen Streitigkeiten um die Konstruktion harmonisierter Preisindizes deuten bereits darauf hin, daß nationale Konsumgewohnheiten hinreichend verschieden sind, um die EZB auch dann dem Vorwurf mangelnder Auftragserfüllung auszusetzen, wenn für die EWU insgesamt Preisstabilität gewährleistet ist.

Ein zweiter Aspekt der Operationalisierung liegt in der Unterscheidung zwischen *Stabilität des Preisniveaus* und *geringer Inflation*. Aus ökonomischer Sicht bezeichnet Inflation die trendmäßige Steigerung des Preisniveaus, die durch das Wachstum der Geldversorgung bestimmt wird. Abwesenheit von Inflation schließt – auch größere – einmalige Verschiebungen des Preisniveaus z. B. infolge einer Erhöhung indirekter Steuern, lohnpolitischen Fehlverhaltens oder eines Rohstoffpreisschocks nicht aus. Eine Verpflichtung auf Preisniveaustabilität ist stärker als eine Verpflichtung auf geringe Inflation, denn erstere zwingt die Geldpolitik, auf Preisniveauverschiebungen zu reagieren, deren Ursachen in anderen wirtschaftspolitischen Bereichen liegen mögen, während letztere die Verpflichtung beinhaltet, das Wachstum der Geldmenge am Wachstum des Potentialoutputs auszurichten. Der Versuch, Preisniveaustabilität zu erreichen, würde daher zu kontraktiven geldpolitischen Reaktionen auf Steuererhöhungen, lohnpolitische Fehl-

⁵ Vgl. *EWI* (1996), 43.

entwicklungen oder Rohstoffpreisschocks führen und daher letztlich größere Varianz von Output und Beschäftigung verursachen. Gleichzeitig führt eine solche Politik zu größeren politischen Konflikten zwischen der Zentralbank und den lohn- und fiskalpolitischen Entscheidungsträgern. Da Zentralbanken – wie alle großen Institutionen – solche Konflikte und mögliche Schuldzuweisung für Beschäftigungsverluste aus eigenem Interesse scheuen⁶, würde beides die EZB letztlich rationalerweise dazu veranlassen, ihre stabilitätspolitische Ausrichtung weniger strikt auszulegen, als wenn ihre Politik darauf abzielt, monetäre Preistrends zu vermeiden, Preisniveauverschiebungen jedoch in angemessenem Ausmaß zu tolerieren.

Für die EZB sollte Preisstabilität daher im Sinne geringe Inflation ausgelegt werden. Allerdings stößt eine solche Interpretation auf die Schwierigkeit, daß das Publikum in einer gegebenen Situation Preisniveauverschiebungen und steigende Inflation nur schwer voneinander trennen kann. Um ein inflationsförderndes Ansteigen der Inflationserwartungen in der Folge eines eigentlich nicht monetär verursachten Anstiegs des Preisniveaus zu verhindern, bedarf es der glaubwürdigen Versicherung der Zentralbank, daß die beobachtete Preissteigerung vorübergehend und nicht auf zu expansive Geldpolitik zurückzuführen sei. In der Folge der deutschen Einigung gelang es der Bundesbank wenigstens in begrenztem Maße, diesen Umstand überzeugend darzulegen.⁷ Um das Publikum in diesem Sinn zu überzeugen, benötigt die Zentralbank v. a. zweierlei: die Reputation einer konsequent auf niedrige Inflation ausgerichteten Politik und die Möglichkeit, in der öffentlichen Diskussion geldpolitische von anderen Einflüssen auf das Preisniveau plausibel voneinander zu trennen.

Als neu geschaffene Zentralbank wird sich die EZB in der Anfangsphase der EWU in dem Nachteil mangelnder Reputation für stabilitätsorientierte Geldpolitik befinden. Um Glaubwürdigkeit möglichst schnell zu erlangen, wird die EZB daher tendenziell bemüht sein jede, auch eine nicht monetär verursachte Steigerung des Preisniveaus geldpolitisch zu bekämpfen, um den Eindruck einer mangelnden Inflationsdisziplin von vornherein zu vermeiden.⁸ Insofern läßt der Beginn der EWU eine tendenziell deflationäre Geldpolitik erwarten, die im Durchschnitt eher zu Beschäftigungseinbrüchen denn zu Beschäftigungszuwächsen führen wird. Diese Tendenz wird um so ausgeprägter sein, je größer die Zweifel an der Glaubwürdigkeit der EZB etwa durch die Zusammensetzung der Mitgliedstaaten ist und je weniger die geldpolitische Konzeption Glaubwürdigkeit vermittelt.

⁶ Vgl. *Issing* (1993), S. 11.

⁷ Vgl. dazu *von Hagen* (1995).

⁸ So auch *Goodhart* und *Viñals* (1994).

An dieser Stelle tritt die Bedeutung von *Inflationszielen* erstmals deutlich zutage. Ein Inflationsziel verpflichtet die Zentralbank, eine *gemessene* Preissteigerungsrate innerhalb eines gegebenen Zeitraums geldpolitisch durchzusetzen. Es erlaubt jedoch keine Unterscheidung zwischen geld- und lohn- oder fiskalpolitisch verursachten Preisniveausteigerungen. Um makroökonomisch störende Konflikte zwischen Geld- und Fiskalpolitik zu vermeiden, muß daher die Formulierung eines Inflationsziels in Abstimmung zwischen den geldpolitischen Instanzen und der Regierung erfolgen; genau dies erklärt, warum wir Inflationsziele in Ländern beobachten, in denen die Zentralbank nicht politisch unabhängig ist: Kanada, Neuseeland, Australien und Großbritannien sind die prominentesten Beispiele.⁹ Für die EZB wäre eine solche Abstimmung institutionell nur mit dem Europäischen Rat (ECOFIN) möglich; dies würde aber auf eine Verletzung des Gebots der Unabhängigkeit aus Artikel 107 der Maastrichter Verträge hinauslaufen.

Somit kann die EZB allein einseitig Inflationsziele ankündigen. Sie wäre damit gezwungen, ihre Einschätzung der Konsequenzen fiskalpolitischer Maßnahmen für das Preisniveau darzulegen und die Preiserwartungen in der EWU entsprechend auszurichten. Dies würde Konflikte zwischen Geld- und Fiskalpolitik in der EWU tendenziell verschärfen.

In der Praxis hat der Wunsch, Konflikte zwischen der Geld- und der Fiskalpolitik zu vermeiden, dazu geführt, Inflationsziele in bezug auf *korrigierte* Preisindizes (in England und Neuseeland) oder mit Ausnahmeklauseln (in Neuseeland) zu formulieren. Abgesehen von der Frage, ob sich einzelne Ursachen eines Preisniveauanstiegs exakt identifizieren und auf diese Weise isolieren lassen, ist die Gefahr nicht zu übersehen, daß das Publikum solche Einschränkungen als Zeichen dafür ansehen wird, daß die Zentralbank ihren Auftrag, Preisstabilität zu sichern, nicht ausreichend ernst nimmt.

Ein dritter, wichtiger Aspekt ist die zeitliche Dimension von Preisstabilität. Ein Inflationsziel stellt einen Zielwert für die tatsächliche Preissteigerungsrate nach ca. zwei Jahren dar. Die Preisnorm der Bundesbank formuliert dagegen einen Zielwert für das mittelfristige Trendwachstum des Preisniveaus. Es wird also keine Periode bezeichnet, in der die tatsächliche Preissteigerungsrate dem Durchschnittswert entsprechen soll.

Solange niedrige Zielwerte gewählt werden und keine größeren makroökonomischen Schocks auftreten, unterscheiden sich die beiden Formulierungen nicht wesentlich in ihren Konsequenzen. Die Unterschiede werden deutlicher, wenn größere Schocks auftreten. Nach der Ansicht einiger Ökonomen und Zentralbanker sollten bei der Festsetzung der Inflationsziele

⁹ Siehe die Beiträge in *Leidermann und Svensson* (1995).

solche Schocks berücksichtigt werden.¹⁰ Nimmt man einmal an, daß die Volkswirtschaft von einem expansiven Nachfrageschock getroffen wird, der bei unveränderter Geldpolitik eine Zunahme des Preisniveaus auslöst, dann sollte nach dieser Auffassung die Zentralbank ihr unmittelbares Inflationsziel heraufsetzen, um sicherzustellen, daß die tatsächliche Inflationsrate im zweiten Jahr nach dem Schock nicht zu weit von dem Zielwert entfernt liegen wird.

Ein solches Vorgehen wäre allerdings sehr problematisch, da die Zentralbank sich nicht, wie die theoretische Literatur suggeriert, exogenen Schocks im Sinne von Naturereignissen gegenübersehen, sondern die Schocks in aller Regel das Resultat wirtschaftlicher Handlungen sind, also beispielsweise Folge einer unverantwortlich geführten staatlichen Finanzpolitik oder unangemessener Tariflohnvereinbarungen. Reagiert die Zentralbank mit einer Anpassung des Inflationsziels, so signalisiert sie damit den Akteuren der Fiskal- oder Lohnpolitik ex ante das Ausmaß, in dem sie bereit ist, die Ergebnisse von fiskal- oder lohnpolitischem Fehlverhoffens monetär zu akkomodieren. Die Zentralbank würde damit zwar negative realwirtschaftliche Konsequenzen von zu unbedenklich geführter Fiskal- oder Lohnpolitik verringern. Aber je mehr monetäre Akkomodation sie signalisiert, desto leichter macht sie es den konkurrierenden wirtschaftspolitischen Spielern, die makroökonomischen Folgen ihrer Maßnahmen zu vernachlässigen.

Ähnliches gilt, falls in Zeiten einer hohen und weiter steigenden Unterbeschäftigung sich Gewerkschaften dazu verstehen, lohnpolitische Zurückhaltung zu üben, um eine Zunahme der Beschäftigung zu erreichen. Eine Herabsetzung des Inflationsziels als Reaktion auf geringe Nominallohnzuwächse würde verhindern, daß die lohnpolitisch akzeptierte Reallohnsenkung im erhofften Ausmaß eintreten kann. Muß mit einer solchen Politik der Zentralbank gerechnet werden, so wird es zu einer beschäftigungsmotivierten Politik der Lohnzurückhaltung nicht kommen.

Wenn also die Preiswirkungen makroökonomischer Schocks in Inflationsziele berücksichtigt werden, werden damit Ansätze zu diszipliniertem Verhalten in der staatlichen Finanzpolitik wie der Lohnpolitik untergraben. Die Zentralbank hätte es mit einem solchen Konzept schwerer, Glaubwürdigkeit zu erlangen, da sie Inflationserwartungen fördern würde, die sie letztlich validieren müßte.

Nun könnte man argumentieren, daß Inflationsziele ja zeitlich invariant gesetzt werden können, also ohne auf Schocks zu reagieren. Würde bei-

¹⁰ So z. B. *Persson* und *Tabellini* (1994). *Svensson* (1996) unterscheidet zwischen unbedingten und bedingten Inflationszielen, letztere reagieren positiv auf aggregierte Nachfrageschocks. Ähnlich äußert sich auch *Fraser* (1996) in der Beschreibung der australischen Inflationsziele.

spielsweise ein Inflationsratenband von 1 bis 3 Prozent auf unabsehbare Zeit verbindlich festgesetzt, dann würde damit signalisiert, daß ein Trendwachstum der Preise von 2 Prozent geldpolitisch alimentiert werden soll. Damit würde der Öffentlichkeit die gleiche Grundinformation gegeben wie mit der mittelfristigen Preisnorm des Konzepts der Bundesbank (2 Prozent). Dennoch bleibt ein Inflationsziel aufgrund seiner konzeptionellen Nähe zu dem Ziel der Preisniveaustabilität der Preisnorm unterlegen: Es verspricht praktisch, daß die tatsächlichen Preissteigerungsraten immer innerhalb des Bandes liegen werden und erfordert zur Wahrung seiner Glaubwürdigkeit geldpolitische Maßnahmen auch zur Verhinderung einmaliger Preisniveaushiftungen.

Das Konzept der Bundesbank, sich auf die Festlegung der mittelfristigen Preisnorm zu beschränken, ist daher das überlegene Konzept. Es impliziert natürlich, daß erklärt werden muß, warum ggf. die tatsächliche Preissteigerungsrate nicht der Preisnorm entspricht. Das hat aber nicht notwendigerweise zur Folge, daß es zu einem Verlust an Glaubwürdigkeit kommt. Darum sollte die EZB diesem bewährten Konzept folgen.

III. Die geldpolitische Strategie der EZB

Die Beziehung zwischen den geldpolitischen Instrumenten der Zentralbank und der eigentlichen Zielvariable ihrer Politik, dem Preisniveau, sind in der Realität durch beträchtliche Unsicherheiten – lange und variable Verzögerungen in der Sprache Milton Friedmans – gekennzeichnet. Eine unmittelbare Steuerung des Preisniveaus durch die Zentralbank ist dadurch äußerst kompliziert. Verzögerungen in der Beobachtbarkeit des Preisniveaus verschärfen dies Problem. Eine geldpolitische Strategie ist eine Sammlung von Verhaltensanweisungen, die die Verbindung zwischen den täglichen Operationen der Zentralbank und ihrer mittelfristigen Zielsetzung herstellen und die Aufgabe, Preisstabilität zu erreichen, erleichtern.¹¹

In allen Industrieländern hat sich in den letzten Jahrzehnten die Praxis eingebürgert, den Einsatz der Zentralbankinstrumente in der ganz kurzen Frist (täglich oder wöchentlich) am kurzfristigen Zinsniveau des heimischen Interbankenmarktes auszurichten. Der Tages- oder Monatsgeldzins ist das Operationsziel der Geldpolitik.¹² Eine Steuerung von Mengenaggregaten – Geldbasis oder Bankreserven – auf täglicher oder wöchentlicher Basis wird dagegen heutzutage nicht praktiziert. Kurzfristig ist das Verhalten der Zen-

¹¹ Vgl. zur Strategiediskussion *Neumann* und *von Hagen* (1987) und *von Hagen* (1986).

¹² Zum Begriff des Operationsziels und seiner Unterscheidung vom Zwischenziel der Geldpolitik vgl. *von Hagen* (1988).

tralbank darauf angelegt, zu große Ausschläge – wie sie bei der Steuerung eines Mengenaggregats entstehen könnten – zu vermeiden, ein Bemühen, das sich aus dem Auftrag der Zentralbank, das reibungslose Funktionieren des Zahlungssystems zu bewahren, ableiten läßt (Wellinck, 1994). Eine solche Vorgehensweise steht auch für die EZB zu erwarten.¹³

1. Strategie der direkten Inflationssteuerung versus Zwischenzielstrategie

Die Frage nach der geldpolitischen Strategie wird damit zu der Frage, woran sich die Steuerung des Geldmarktzinsniveaus über Zeithorizonte von mehreren Monaten ausrichten sollte, um das Ziel der Preisstabilität zu erreichen. Hier herrschen in der aktuellen Debatte zwei Konzepte vor, die Ausrichtung an einer Inflationsprognose nach dem Muster der Bank of England und die Ausrichtung an einem Geldmengenziel nach dem Muster der Bundesbank. Erstere ist Ausdruck einer *direkten* Inflationssteuerung, letztere ein Beispiel einer Zwischenzielstrategie der Geldpolitik.

Kennzeichen einer Zwischenzielstrategie ist, daß die Zentralbank über einen Zeithorizont hinweg, der in etwa mit der Verzögerung zwischen Instrumenteneinsatz und Preisniveaueffekt übereinstimmt, ihre kurzfristigen Operationen an einer von der Inflationsrate verschiedenen Größe ausrichtet. Im Fall der Bundesbank ist diese Größe die Wachstumsrate der Geldmenge *M3*. Eine Zwischenzielstrategie basiert auf drei zentralen Voraussetzungen: Das Zwischenziel muß von der Zentralbank verläßlich steuerbar sein, es muß ein verläßlicher Zusammenhang zwischen dem Zwischenziel und der Inflationsrate bestehen, und die resultierende Zwischenzielstrategie muß die Erwartungsbildung des Publikums und anderer wirtschaftspolitischer Akteure im Hinblick auf eine an Preisstabilität orientierte Geldpolitik unterstützen können.

Die ersten beiden Forderungen sind in der Literatur hinlänglich diskutiert.¹⁴ Letztere Anforderung wird dagegen gern übersehen, obwohl sie in der geldpolitischen Praxis eine große Rolle spielt: Mit der Ankündigung von Geldmengenzielen strebte die Bundesbank 1974 an, die Inflationserwartungen in der Volkswirtschaft zu stabilisieren. Zugleich soll das Geldmengenziel signalisieren, daß die Bundesbank nicht bereit ist, Fehlverhalten der Lohn- und Fiskalpolitik monetär zu akkomodieren, und dem Publikum die Absicht der Bundesbank verdeutlichen, monetäre Inflationsimpulse soweit wie möglich zu vermeiden. Gegenüber einer am Nominalzins ausge-

¹³ Das *EWI* (1996) erläutert die Ausrichtung des geldpolitischen Instrumentariums der EZB im Hinblick auf eine Politik der kurzfristigen Zinsglättung.

¹⁴ Vgl. etwa *Poole* (1970), *von Hagen* (1986) oder *Friedman* (1990).

richteten Politik hat die Geldmengensteuerung den Vorteil, daß kontraktive und expansive Politik einfach, nämlich durch die Differenz zwischen dem Wachstum der Geldmenge und dem Wachstum des Potentialoutputs zu trennen sind, während eine Erhöhung des Zinsniveaus sowohl Ausdruck einer realen Zinserhöhung und daher kontraktiver Geldpolitik sein kann, wie auch Ausdruck gestiegener Inflationserwartungen und daher expansiver Geldpolitik.

Die Empfehlung einer direkten Inflationssteuerung zuungunsten einer Geldmengenstrategie für die EZB stützt sich v. a. auf zwei Argumente: erstens, daß eine rigide Ausrichtung an der Geldmenge vorhandene Information über das Preisniveau nicht ausreichend berücksichtige, und zweitens, daß gerade zu Beginn der Währungsunion ein stabiler Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Inflationsrate nicht unterstellt werden könne.

Der erste Einwand geht von der Lehrbuchbeschreibung einer Geldmengenstrategie (Friedman, 1990) aus, nach der die Zentralbank innerhalb des Zeitraums, für den das Geldmengenziel formuliert ist, ausschließlich auf die Geldmengenentwicklung schaut. Eine solches Verhalten würde kurzfristig verfügbare Informationen besonders aus dem Finanzmarktbereich vernachlässigen, obwohl sie Fehlentwicklungen des Preisniveaus frühzeitig anzeigen und eine angemessene Reaktion ermöglichen können. Eine vollständige Informationsausnutzung sei daher besser möglich, wenn sich die Geldpolitik an regelmäßigen, vierteljährlichen Inflationsprognosen ausrichte.

In der Praxis der Geldmengensteuerung der Bundesbank hat es jedoch eine derartig rigide Ausrichtung an dem zu Jahresbeginn formulierten Geldmengenziel nie gegeben.¹⁵ Dies drückt sich zunächst in der Zielformulierung als Zielkorridor aus, sowie in der regelmäßigen Überprüfung des Geldmengenziels zur Jahresmitte, die der Bundesbank Gelegenheit gibt, ihren Kurs für den Rest des Jahres zu präzisieren. Darüber hinaus hat die Bundesbank in der Vergangenheit immer Abweichungen vom Geldmengenziel geduldet, wenn dies mit der Erreichung von Preisstabilität vereinbar war.¹⁶ Mehr noch: Abweichungen vom Geldmengenziel lassen sich empirisch erklären als systematische Reaktion der Bundesbank auf überschießende Inflation und Wechselkursbewegungen. Dies deutet darauf hin, daß die Bundesbank Abweichun-

¹⁵ So argumentiert z.B. *Issing* (1994, S. 7): „Statt Geldmengenziele ‚um jeden Preis‘ zu verfolgen ist die Bundesbank pragmatisch vorgegangen und hat Abweichungen von Fall zu Fall toleriert. Selbst eine strikte Einhaltung des Geldmengenziels heißt ja nicht, daß das Preisziel eingehalten wird.“

¹⁶ *Neumann* und *von Hagen* (1992) zeigen, daß sich Abweichungen vom Geldmengenziel durch Reaktionen auf übermäßige Preissteigerung einerseits und die Wechselkurspolitik der Bundesbank andererseits erklären lassen. *Neumann* (1996c) weist nach, daß die Bundesbank auch Geldnachfrageschocks akkomodiert.

gen vom Geldmengenziel auch bewußt herbeiführt, wenn dies angebracht scheint. In der Tat hat die Bundesbank seit Beginn der Geldmengensteuerung in rund 50 Prozent aller Fälle das Geldmengenziel verfehlt. Daraus zu schließen, daß die Geldmengenstrategie verfehlt sei (Bofinger, 1995), zeugt allein vom Mißverständnis des strategischen Problems: Erfolgsmaßstab kann allein der erreichte Grad der Preisstabilität sein.

Ein Geldmengenziel schließt also flexible Reaktion auf aktuelle Informationen nicht aus. Der wichtigste Unterschied zu einer direkten Inflationssteuerung besteht in dieser Hinsicht darin, daß das Geldmengenziel der Zentralbank einen konsistenten Interpretationsrahmen für die laufende monetäre Entwicklung gibt. Die Geldmengenstrategie liefert Regeln für die konsistente Reaktion auf laufende Information. Erhält die Zentralbank Information über einen unerwünschten Preisauftrieb, so ist die angemessene Reaktion eine Verringerung des Geldmengenwachstums. Folglich ist das Zinsniveau am Geldmarkt soweit zu erhöhen, daß sich das Geldmengenwachstum verlangsamt. Da die Transmission zur Geldmenge rascher vor sich geht als zur Inflationsrate, ist frühzeitiger einschätzbar, ob ihre Reaktion ausreichend ist. Eine Inflationsprognose allein liefert eine solche Handlungsanweisung nicht: Sie erlaubt eine Überprüfung der geldpolitischen Reaktion ohnehin frühestens mit der Erstellung der nächsten Inflationsprognose, d.h. praktisch nach drei Monaten. Damit wird die Geldpolitik zwangsläufig schwerfälliger und unpräziser in der Reaktion auf aktuelle Ereignisse.

Der zweite Einwand gegen eine Geldmengenstrategie beruht auf der Vermutung, daß finanzielle Strukturbeziehungen wie die Geldnachfragefunktion zu Beginn der EWU instabil sein werden.¹⁷ In dieser Beziehung wird die EWU als ein besonders schwerer Fall von Finanzinnovationen interpretiert, die in der Vergangenheit in einer Reihe von Ländern Instabilität der Geldnachfrage verursacht haben.¹⁸

Auch hier handelt es sich um ein Verkennen der strategischen Situation. Ohne hinreichende Stabilität der Beziehungen zwischen Geldangebot, Preisniveau und Sozialprodukt wäre jede zielgerichtete Geldpolitik hinfällig, unabhängig davon, ob sie eine Geldmenge als mittelfristige Zielgröße oder die Inflationsrate direkt ansteuern will. Wer die Geldmengenstrategie mit

¹⁷ Neuere Arbeiten, die zeigen, daß ökonometrische Schätzungen einer aggregierten, europäischen Geldnachfrage stabiler sind als die nationalen Teilaggregate (Monticelli) sollten nicht überbewertet werden. Wie *Rother* (1996) theoretisch und empirisch zeigt, wird aufgrund der geänderten Transaktionsstruktur in der EWU die aggregierte Nachfrage strukturell von der Summe der Nachfragen vor der EWU abweichen.

¹⁸ Für eine Diskussion des Problems der Instabilität der Geldnachfrage siehe *Neumann und von Hagen* (1987).

der Behauptung diskreditieren will, diese grundlegenden Beziehungen seien empirisch nicht mehr verlässlich, versteht das Abwägungsproblem der Geldpolitik nicht: Er könnte allein zu der Forderung gelangen, auf zielgerichtete Geldpolitik ganz zu verzichten!

Für die Entscheidung zwischen einer Geldmengen- und einer direkten Strategie ist nicht die Stabilität der Geldnachfrage *per se* von Bedeutung, sondern die relative Stabilität der Geldnachfrage im Vergleich zur Stabilität der Beziehung zwischen den geldpolitischen Instrumenten und der Inflationsrate, und im Vergleich zur Stabilität der Beziehungen, die in die Inflationsprognose eingehen. Prima facie gibt es wenig Anlaß zu der Vermutung, daß letztere stabiler sind als die Geldnachfrage.

Wenn also das Argument einer instabilen Geldnachfrage weniger schlagkräftig ist, als es oft präsentiert wird, so bleibt ein weiteres, gewichtiges Argument für eine Geldmengenstrategie der EZB. Die Verfolgung einer solchen Strategie wird dem Publikum in der EWU signalisieren, daß die EZB geldpolitisch in der Tradition der Bundesbank steht und daher einen Glaubwürdigkeitsgewinn gegenüber einer Strategie vermittelt, die bisher lediglich von politisch relativ abhängigen Zentralbanken und nur im Rahmen einer Geldpolitik angewendet wurde, die auf die Bekämpfung zu hoher Inflation ausgerichtet war.¹⁹ Eine Geldmengenstrategie wird so quasi zu einer vertrauensbildenden Maßnahme der EZB.

Damit ist nicht gesagt, daß strukturelle Unsicherheiten gerade zu Beginn der EWU unwichtig seien. Nach der grundsätzlichen Entscheidung für eine Geldmengenstrategie können solche Unsicherheiten jedoch in der konkreten Strategieformulierung berücksichtigt werden: In der Praxis ist Geldmengensteuerung ja nicht auf den naiven Fall der exakten Fixierung eines monetären Aggregats reduziert, wie es das einfache Modell der Poole-Analyse suggeriert.

Abschließend ist anzumerken, daß die Verwendung eines Zinssatzes als Zwischenzielvariable der EZB aufgrund der entscheidenden Nachteile einer Zinsstrategie abzulehnen ist. Erstens unterliegen die relevanten, nämlich die längerfristigen Zinssätze vielfältigen Einflüssen, darunter besonders den Erwartungen der Wirtschaft über zukünftige Inflation. Ihre verlässliche Steuerung ist daher mindestens ebenso schwierig, wie die von Geldmengen. Zweitens erfordert z.B. die Senkung der langfristigen Zinssätze in der Regel die Erhöhung der kurzfristigen Sätze und umgekehrt, so daß die Geldpolitik schnell in den Verdacht der Widersprüchlichkeit geriete. Drittens zeigt z.B. die amerikanische Erfahrung, daß Politiker fast immer

¹⁹ Die empirische Analyse von *Groeneveld et al.* (1996) zeigt, daß der Erfolg von inflation targeting zur Beeinflussung der Inflationserwartungen bisher als uneindeutig angesehen werden muß.

geneigt sind, populistische Forderungen nach einer Zinssenkung zu unterstützen. Eine Strategie der Zinssteuerung setzt daher jede Zentralbank stärkerem politischen Druck zur monetären Expansion aus, dem sie langfristig nicht immer widerstehen kann.

2. Geldmengensteuerung unter Unsicherheit

Ansatzpunkte zur Berücksichtigung von Unsicherheit in der Formulierung der Geldmengenstrategie liegen in der Wahl des Zielaggregats und in der Wahl des Zielhorizonts. Die eng gefaßte Geldmenge $M1$ (Bargeld plus Sichteinlagen) entspricht am nächsten der Tauschmittelfunktion des Geldes, die Nachfrage nach $M1$ wird daher von der Transaktionsnachfrage dominiert. Weiter gefaßte Aggregate wie $M3$ oder gar $M3+$, die Termin- und Spareinlagen verschiedener Art umfassen, sind dagegen von Portfolionachfrageverhalten geprägt, da sie in engerer Substitutionsbeziehung zu anderen Finanzaktiva stehen als $M1$. Da das Portfolioverhalten des privaten Sektors in den verschiedenen Volkswirtschaften der EWU von größeren Unterschieden geprägt sein wird, als die Transaktionsnachfrage nach Geld, ist zu vermuten, daß Strukturveränderungen der Geldnachfrage im Übergang zur Währungsunion bei $M1$ geringer sein werden als bei $M3$; ähnliches ließ sich auch bei der deutschen Währungsunion 1990 beobachten.²⁰ Um die Kontrollunsicherheit zu vermindern sollte die EZB daher ein eng gefaßtes Geldaggregat als Zwischenziel wählen.²¹

Je weiter eine Geldmenge gefaßt wird, desto mehr kommt ihre Kontrolle der Aufgabe gleich, die gesamte Passivseite der konsolidierten Bankbilanz und damit letztlich die ganze Aktivseite, also das Kreditangebot zu steuern. Der Zusammenhang zwischen den geldpolitischen Instrumenten und der Zielgeldmenge wird daher um so schwächer, je weiter letztere gefaßt ist. Von daher ist das enge Aggregat $M1$ ein geeigneteres Zielaggregat. Seine Steuerung enthebt die Zentralbank von der Notwendigkeit, schwer vorhersehbare Entscheidungen der privaten Anleger zwischen Termin- und Spareinlagen einerseits und kurzfristigen Wertpapieren andererseits in ihrer Planung berücksichtigen zu müssen.

Die Bundesbank argumentiert dagegen, daß die Geldmenge $M1$ kurzfristig nicht zuverlässig steuerbar sei, da sie infolge der Substitution zwischen Sicht- und Termineinlagen zinsbedingten Schwankungen unterliege, die sich

²⁰ Vgl. von Hagen (1993).

²¹ Ottmar Issing hat darauf hingewiesen, daß die mehrjährige Verzögerung in der Einführung von Euro-Bargeld nach Beginn der EWU die Benutzung von Geldkarten und ähnlichen nichtbaren Zahlungsmitteln fördern wird. Damit wird der Bargeldanteil an $M1$, dessen Volatilität in der Vergangenheit die Bundesbank bewogen hat, sich breiteren Aggregaten zuzuwenden, erheblich abnehmen.

in der Entwicklung von $M3$ nicht niederschlagen. Tatsächlich ist die kurzfristige, geldpolitisch nicht kontrollierte Variation der Geldmenge $M1$ im allgemeinen größer als die der Geldmenge $M3$.²² Dennoch ist dieser Einwand nicht schlüssig. Denn im Rahmen der Geldmengenpolitik ist die kurzfristige Steuerung nicht so erheblich wie die mittelfristig verlässliche Kontrolle. Diese wird durch kurzfristige, zinsbedingte Schwankungen nicht gefährdet.

In der Praxis der Bundesbank hat sich die Ankündigung des Geldmengenziels als jährliches Verlaufsziel eingebürgert. Ein solches Verlaufsziel gibt kurzfristigen Entwicklungen im Jahresverlauf unnötige Bedeutung. Gerade in einem Umfeld struktureller Unsicherheiten ist eine Zielformulierung, die erstens auf einen längeren Zeithorizont und zweitens auf die Entwicklung der Geldmenge im Jahresdurchschnitt abstellt, besser geeignet. Beide machen die Zielerreichung weniger abhängig von den vielzitierten Sondereinflüssen etwa der Fiskalpolitik und anderen Faktoren, die die Geldmenge vorübergehend beeinflussen.²³

Die Wahl des längeren Zielhorizonts muß offensichtlich mit Bedacht getroffen werden. Ein zu langer Horizont würde das Geldmengenziel unglaubwürdig machen, da er die Geldpolitik kurz- und mittelfristig nicht genügend auf die Realisierung des Ziels verpflichten würde. Der mittelfristigen Orientierung der Geldmengenpolitik wäre jedoch ein Zeithorizont von zwei bis drei Jahren angemessen. In der Praxis würde das Geldmengenziel dann jeweils zu Jahresbeginn auf die folgenden zwei bis drei Jahre fortgeschrieben. Damit wäre auch bei einem längeren Zielhorizont die Möglichkeit gegeben, auf nicht vorhergesehene wirtschaftliche Entwicklungen in geeigneter Weise zu reagieren. Die Bundesbank hat mit ihrem zweijährigen Geldmengenziel Ende 1996 die richtige Vorgabe für die EZB gemacht.

Entgegen populären Auffassungen ist ein Zielkorridor keine geeignete Reaktion auf Steuerungsunsicherheit. Die Ankündigung eines Zielkorridors gibt dem Publikum einen Bereich von Geldmengenwachstumsraten an, die die Zentralbank möglicherweise ansteuern will, er ist also Ausdruck unpräziser Intentionen und nicht mangelnder Zielerreichungskapazität. Ein Zielkorridor ist, wie oben dargelegt, nützlich, um der Zentralbank Flexibilität in der Reaktion auf aktuelle Informationen zu geben. Da diese Flexibilität jedoch in

²² Vgl. von Hagen, (1986, 1990).

²³ Gegen die Verwendung eines Durchschnittsziels ist eingewandt worden, daß es die Bundesbank noch mehr als das Verlaufsziel zwingt, kurzfristige Ereignisse in den ersten sechs Monaten in der zweiten Jahreshälfte zu kompensieren. Die Geldpolitik würde dadurch unruhiger. Dieser Nachteil wird jedoch durch die Einbindung des Durchschnittsziels in einen längeren Horizont überwunden. Sie erlaubt der Zentralbank zunächst festzustellen, ob eine unerwartete monetäre Expansion von Dauer ist oder von selbst zurückgeht.

Jahresfrist wichtiger ist als in der mittleren Frist, ist für die EZB eine Zielformulierung wünschenswert, die ein mittelfristiges Punktziel mit einem Korridor von zwei bis drei Prozent Breite für das erste Jahr verbindet.

Zusammenfassend ist eine für die EZB geeignete Konzeption der Geldpolitik durch die folgenden Charakteristika ausgezeichnet:

- einer Preisnorm, d.h. konstanten, durchschnittlichen Zielrate der Inflation von nicht mehr als zwei Prozent;
- einer Zwischenzielstrategie mit einer Geldmenge als Zwischenziel;
- einer engen, transaktionsorientierten Geldmenge als Zielgröße;
- einem mehrjährigen Durchschnittsziel versehen mit einem Korridor von zwei bis drei Prozent im ersten Jahr.

IV. Die Währungspolitik der EWU

Es ist ein Gebot volkswirtschaftlicher Vernunft, der EWU von Anfang an die langfristige Perspektive makroökonomischer Stabilität zu geben. Den wichtigsten Aspekt bildet dabei die Sicherung finanzpolitischer Disziplin in den Mitgliedsländern. Da der Eintritt in die EWU nicht an den vorherigen Vollzug grundlegender ordnungspolitischer Reformen geknüpft worden ist, sondern nur an das Erreichen einer prozeßpolitischen Konvergenz, darf jedenfalls eine Aufweichung der im EG-Vertrag festgelegten Konvergenzkriterien nicht zugelassen werden. Das Konvergenzprogramm ist ohnehin fahrlässig verengt, indem das realwirtschaftliche Problem der im Unterschied zu den USA in allen Mitgliedsländern bedrohlich steigenden Arbeitslosigkeit ausgeblendet bleibt. Dies könnte sich in der Zukunft noch als eine schwerwiegende Hypothek für die öffentliche Akzeptanz der Geldpolitik der EZB erweisen.

Die EWU wird, sollte sie 1999 in Kraft treten, nur als eine Teilwährungsunion beginnen können. Daher ist zu klären, wie die währungspolitischen Beziehungen zwischen der Teil-EWU und den übrigen Mitgliedsländern der Gemeinschaft gestaltet werden sollen, für die eine Ausnahmeregelung besteht. Von besonderem Interesse ist, ob und ggf. durch welche besonderen Vorkehrungen der Konvergenzprozeß in den anfangs nichtqualifizierten Mitgliedsländern gefördert werden kann, damit für sie eine realistische Chance gewahrt wird, zu einem späteren Zeitpunkt die Aufnahme in die EWU zu erreichen. An und für sich ist es keineswegs selbstverständlich, daß es überhaupt einer Neukonstruktion des Europäischen Währungssystems (EWS) bedarf, wenn man davon absieht, daß die Korbeinheit ECU durch die Währung Euro zu ersetzen ist. Es ließe sich argumentieren, daß es keiner weiteren Vorkehrungen auf der Gemeinschaftsebene bedarf. Jedes Land kann schließlich in die EWU eintreten, sobald seine Währung seit

mindestens zwei Jahren an dem Wechselkursmechanismus des bisherigen EWS teilgenommen hat und alle Konvergenzkriterien erfüllt sind.

Allerdings machte man es sich mit solcher Argumentation zu einfach, weil sie die bisherigen Erfahrungen mit dem Konvergenzprozeß außer acht läßt. In praktisch allen Mitgliedsländern hat sich gezeigt, daß es politisch offenbar sehr schwierig ist, eigenständig das seit Jahren bekannte Konvergenzziel einer tragfähigen Finanzlage der öffentlichen Hand vermittels geeigneter Konvergenzprogramme zu erreichen. Es ist absehbar, daß allenfalls eine kleinere Zahl von Mitgliedsländern es gerade so schaffen wird, sich für 1999 zu qualifizieren, jedenfalls dann, wenn das politische Versprechen einer strikten Anwendung der Konvergenzkriterien eingehalten wird. Dies spricht für die Vermutung, daß die übrigen Länder einer noch zu bestimmenden Hilfestellung bedürfen, um später den Anschluß erreichen zu können. Bei solcher Hilfestellung kann es sich sicherlich nicht um die Gewährung finanzieller Transfers handeln, im Wege etwa einer Aufstokkung des Kohäsionsfonds der Gemeinschaft. Sondern es wird darauf ankommen, zu prüfen, ob die währungspolitischen Beziehungen zwischen der Teil-EWU und den Nachzüglern so gestaltet werden können, daß sie die eigenen Bemühungen um geld- und finanzpolitische Disziplin in diesen Ländern fördern und sichern.

Das bisherige EWS hat das nicht geleistet. Mit der Teilnahme am Wechselkursmechanismus wurde zwar die Glaubwürdigkeit der DM in einem gewissen Maß auf die übrigen Währungen übertragen und das hätte von den Partnerländern zur Straffung der eigenen makroökonomischen Politik genutzt werden können. Vereinzelt war das auch der Fall, jedenfalls wenn man an die Umkehr der Politik Frankreichs nach 1983 denkt. Aber das EWS schuf keinen hinreichenden Zwang zu interner geldpolitischer Disziplin. Zwar mußten in der ersten Hälfte der achtziger Jahre immer wieder kleinere Korrekturen der ECU-Leitkurse vorgenommen werden, trotzdem konnte sich das nominale Wechselkursniveau einer Währung dauerhaft und erheblich von seiner Kaufkraftparität entfernen.

Ein extremes Beispiel in dieser Hinsicht bildete der Kurs der Lira. Legt man der Berechnung der Kaufkraftparität die von der OECD publizierte Indizes der Verbraucherpreise zugrunde, so zeigt sich, daß die Lira während der gesamten Zeit ihrer Zugehörigkeit zum EWS überbewertet war. Tabelle 1 zeigt, daß der Grad der Überbewertung im Verlauf der achtziger Jahre zunahm und Anfang der neunziger Jahre ca. 40 Prozent erreichte. Erst mit dem Ausscheiden der Lira aus dem Wechselkursmechanismus löste sich die Überbewertung vollständig auf. Zwar ist einzuräumen, daß auch flexible Wechselkurse sich auf längere Zeit von der Kaufkraftparität deutlich entfernen können, aber die Entwicklung der Lira ist doch auffällig, wenn man sie mit den gleichzeitigen Entwicklungen anderer europäischer Währungen,

Tabelle 1

Jahr	Lira	Fr. Franc	Schilling
1978	0.0	0.0	0.0
1979	2.9	2.8	0.4
1980	13.8	10.4	-1.2
1981	17.9	13.5	-1.8
1982	17.9	7.1	-1.9
1983	22.6	2.8	-1.7
1984	27.5	4.7	1.2
1985	29.4	9.1	2.2
1986	30.0	6.7	4.2
1987	29.2	5.3	5.4
1988	30.5	5.2	6.2
1989	37.0	6.1	5.4
1990	39.8	7.6	6.2
1991	42.5	6.3	6.0
1992	34.8	4.0	5.0
1993	12.0	0.5	4.1
1994	8.4	-0.4	4.3
1995	-2.0	-2.2	4.8

(in Prozent, gemessen an Verbraucherpreisen)

etwa des französischen Franc oder des Österreichischen Schilling, vergleicht. Dies ist Tabelle 1 zu entnehmen.

Das Beispiel der Lira spricht dafür, daß ein Festkurssystem einen nominalen Wechselkurs auf einem über dem Fundamentalwert liegenden Niveau stabilisieren kann. Ob eine spekulative Attacke einsetzt, hängt eben nicht allein von der relativen Höhe des aufgestauten fundamentalen Ungleichgewichts und dem Niveau der Währungsreserven des betreffenden Landes ab, sondern zusätzlich von der spekulativen Einschätzung, ob die betreffende Währung auch durch die Zentralbank der systemführenden Währung verteidigt werden wird.

Die Garantie eines engen Wechselkursbandes durch symmetrische obligatorische Interventionen bei Erreichen der Ränder des Kursbandes hat sich als ein Kardinalfehler des bisherigen EWS erwiesen. Die Symmetrie der Interventionspflicht begünstigte geldpolitisches Fehlverhalten, weil die verursachende Mitgliedsregierung sich auf die Verpflichtung der Partner zu anteiliger Kursstützung verlassen konnte. Mag es auch paradox erscheinen,

die Interventionsgarantie hat zum Zusammenbruch des EWS beigetragen. In die gleiche Richtung wirkte die innenpolitisch motivierte Tendenz der Regierungen, erforderliche Änderungen der Leitkurse zu verzögern oder gar, wie im Falle der deutschen Vereinigung, zu verweigern.

Mit der Kennzeichnung der wichtigsten Mängel des bisherigen EWS, klärt sich zugleich, was es zu vermeiden gilt, damit das neue Währungssystem zum einen der EZB die unabhängige Gestaltung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik ermöglicht und zum anderen den makroökonomischen Konvergenzprozeß in den übrigen Mitgliedsländern fördert.

Tabelle 2: Das EWS II

- Jedes Mitgliedsland der EU, dessen Zentralbank über ein Statut der *Unabhängigkeit* im Sinne des EG-Vertrages verfügt (und das nicht der Teil-EWU angehört), kann am Währungssystem mit der Teil-EWU teilnehmen.
- Teilnahme bedeutet zunächst nur, daß ein *bilateraler Leitkurs* zum Euro festgesetzt wird. Vorstellbar wäre, daß dies durch eine Vereinbarung zwischen der EZB und der unabhängigen Zentralbank des betreffenden Landes erfolgt. Realistischerweise wird man aber annehmen müssen, daß diese Entscheidung dem Europäischen Rat vorbehalten bleiben wird.
- Die *EZB erhält das Vorschlagsrecht für den Leitkurs* bei dem Eintritt eines Landes in das Währungssystem nach Beginn der EWU. (In dem besonderen Fall der Gründung des Systems wird das Vorschlagsrecht vom Europäischen Währungsinstitut (EWI) als Vorläufer der EZB wahrgenommen.)
- Weiter erhält die *EZB das Initiativrecht, Änderungen von Leitkursen für einzelne Währungen vorzuschlagen*, solange die betroffenen Länder die in Art. 109j EG-Vertrag in Verbindung mit dem Protokoll über die Konvergenzkriterien genannten Anforderungen in bezug auf die Inflationsrate, die Finanzlage der öffentlichen Hand und das langfristige Zinsniveau nicht erfüllen. Wird der Vorschlag der EZB vom Europäischen Rat nicht beschlossen, so kann die *EZB ihren Vorschlag veröffentlichen*.
- Es wird ein enges Wechselkursband definiert, das für zwei Jahre ohne größere Anspannungen eingehalten worden sein muß, damit ein Land entsprechend Art. 109j EG-Vertrag für die Aufnahme in die EWU qualifiziert ist. Die *Breite des Wechselkursbandes sollte nicht mehr als 4,5 Prozentpunkte* betragen, weil anderenfalls der Leitkurs seine Leitfunktion verliert.
- Es gibt *keine Interventionsverpflichtung für die EZB*. Jedoch besteht die Vermutung einer interventionspolitischen Hilfestellung durch die EZB, sofern ein Mitgliedsland des EWS II nachhaltige Konvergenzerfolge in bezug auf die Inflationsrate, das langfristige Zinsniveau und die Finanzlage der öffentlichen Hand erzielt hat.
- Hat ein Land sämtliche Konvergenzanforderungen erfüllt und wird daher nach dem Verfahren des Art. 109k Abs. 2 beschlossen, die Ausnahmeregelung aufzuheben, so wird *die Währung des Landes zu dem dann geltenden Leitkurs durch den Euro ersetzt*.

1. Das EWS II

Tabelle II faßt unseren Vorschlag für ein EWS II fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse zusammen.²⁴ Das entscheidende Charakteristikum des vorgestellten EWS II bildet die Zuweisung der Rolle einer starken Systemführerin an die EZB. Wenn wir hier von der EZB sprechen, so identifizieren wir diese Institution stets mit dem ersten Beschlußorgan der EZB, also dem EZB-Rat, nicht dagegen mit dem vorübergehenden dritten Beschlußorgan, dem Erweiterten Rat der EZB, dem auch die Gouverneure jener Länder angehören, für die eine Ausnahmeregelung besteht. Der Erweiterte Rat soll zwar lt. EZB-Satzung zur Stärkung des geld- und währungspolitischen Zusammenhangs zwischen den Mitgliedstaaten und zur Überwachung des Funktionierens des EWS beitragen, es würde aber zu einer Verwischung von Verantwortlichkeiten führen, wenn diesem Rat im Rahmen des EWS II eine besondere Kompetenz zuerkannt würde.

Die starke Führungsfunktion der EZB basiert in unserem Vorschlag zum ersten auf der Gewährung des Vorschlagsrechts für den Eintritts-Leitkurs, zum zweiten auf der Einführung des Initiativrechtes für Leitkursänderungen in Form eines Vorschlagsrechtes, zum dritten auf der Bestimmung, daß die Konversionsrate bei Aufnahme eines Landes in die EWU dem letzten Leitkurs entspricht, und schließlich auf der Freistellung der EZB von jeglicher Interventionsverpflichtung.

Mit diesen Bestimmungen wird sichergestellt, daß die Geldpolitik der EZB nicht durch wechselkurspolitische Bindungen gefährdet werden kann. Ihre Unabhängigkeit bleibt gewahrt. Sie kann daher für einen kaufkraftstabilen Euro sorgen. Die Zuweisung des Vorschlagsrechtes für den Leitkurs bei Eintritt und für ggf. später erforderliche Leitkursänderungen an die EZB – und nicht etwa entsprechend bzw. analog Art. 109I, Abs. 4,5 EG-Vertrag an die Kommission – dient dem Zweck, einer Berücksichtigung unangemessener anderweitiger Erwägungen, und damit einer Politisierung des EWS II, vorzubeugen. Zwar bleibt die politische Entscheidung über Leitkurse dem Europäischen Rat vorbehalten, jedoch könnte dieser schwerlich von einem Vorschlag der EZB abweichen. Die EZB könnte dann nämlich ihren Vorschlag veröffentlichen.

Das vorgeschlagene EWS II macht den Euro zum zentralen Anker der Stabilität für alle Mitgliedsländer, die das wollen, die also konsequent auf eine Aufnahme in die EWU hinarbeiten. Länder, die das vorläufig nicht wollen, müßten dem System nicht angehören; das könnte allerdings Art. 109m EG-Vertrag (Wechselkurspolitik) widersprechen.

²⁴ Vgl. *Fratianni und von Hagen* (1992) für einen ähnlichen Reformvorschlag des EWS.

Der Eintritt in das EWS II setzt voraus, daß die Zentralbank des Landes unabhängig ist. Mit dieser Bestimmung soll verhindert werden, daß die geldpolitischen Expansionspfade der Teilnehmerländer allzu sehr divergieren und damit Unruhe in das EWS II bringen. Die Teilnahme am EWS II verpflichtet allerdings nicht dazu, das enge Wechselkursband zu beachten. Solange ein Land die übrigen Anforderungen makroökonomischer Konvergenz (noch) nicht erfüllt, muß es allerdings damit rechnen, daß die EZB eine Änderung der Währungsparität initiiert, sofern der Marktkurs sich zunehmend vom Wechselkursband entfernt. Dies ist sinnvoll, um zu verhindern, daß ein unrealistischer Leitkurs zu Spekulationen Anlaß gibt. Er würde es dem Land zudem erschweren, den Wechselkurs in das enge Band zu führen und damit das Wechselkurskriterium zu erfüllen, sobald hinreichende Fortschritte hinsichtlich der übrigen Konvergenzkriterien dies geraten erscheinen lassen. Es ist für das Land daher letztlich von Vorteil, wenn die EZB rechtzeitig für eine Justierung des Leitkurses sorgt.

Natürlich kann ein Land von Anfang an versuchen, parallel zu den Bemühungen um interne makroökonomische Konvergenz sofort auch den bilateralen Kurs zum Euro im Rahmen des vorgegebenen engen Wechselkursbandes zu halten. In diesem Fall ist es auf eine unilaterale Wechselkursstabilisierung verwiesen, wie sie von Österreich sehr erfolgreich über viele Jahre gegenüber der DM verfolgt worden ist. Auf eine Hilfestellung seitens der EZB ist dabei für jedermann erkennbar solange nicht zu rechnen, wie das Land keine nachhaltigen Konvergenzerfolge erzielt hat. Die EZB könnte dann sogar eine Änderung der Parität vorschlagen. Jedoch besteht dafür solange kein Anlaß, wie es dem Land gelingt, aus eigener Kraft das enge Wechselkursband einzuhalten.

In dem Maße wie ein Land anhaltend sichtbare interne Konvergenzerfolge erreicht, wird es seiner Zentralbank leichter, auch den Wechselkurs zum Euro in dem engen Wechselkursband zu halten. Dies liegt daran, daß das Vertrauen der Märkte zunimmt und der Euro-Leitkurs – ggf. aufgrund einer von der EZB frühzeitig initiierten Korrektur – angemessen ist. Das EWS II begünstigt die Herausbildung stabilisierender Wechselkuserwartungen, weil bei nachhaltigen internen Konvergenzerfolgen die Vermutung zu greifen beginnt, daß die EZB dem betreffenden Land interventionspolitische Hilfestellung leisten wird, sollte das notwendig werden. Die Vermutung interventionspolitischer Hilfestellung ist ein bewußt unscharf formuliertes Konzept. Es handelt sich nicht um eine eindeutige Verpflichtung. Weder das betroffene Land noch die Märkte können mit bestimmten Aktionen der EZB rechnen. Es handelt sich vielmehr um ein unsicheres Inaussichtstellen, das weder moralisches Risiko noch eine Verringerung des Spekulationsrisikos fördert. Das Verlustrisiko der Spekulation an den Rändern des Kursbandes bleibt erhalten.

Schließlich löst das vorgeschlagene EWS II das Problem der Konversionsrate bei Aufnahme eines Landes in die EWU. Weil die Konversionsrate ex ante mit dem zuletzt gültigen Leitkurs gleichgesetzt wird, der seinerseits die Lage des über zwei Jahre einzuhaltenden Wechselkursbandes bestimmt, werden die vorausschauenden Märkte dafür sorgen, daß der tatsächliche Kurs sich diesem Leitkurs immer enger annähert.

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß ein EWS II der hier vorgestellten Art der EZB die unabhängige Führung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik sichert, aber zugleich auch die internen Konvergenzbemühungen der Nachzügler währungspolitisch absichert. Nach unserem Vorschlag erhält die EZB eine stärkere Stellung im EWS II als sie die Bundesbank für sich im Rahmen des EWS I erreichte. Die Grundlinien unseres Vorschlags sind erstmals in Frühjahr 1996 veröffentlicht worden.²⁵ Der Europäische Rat hat sich Ende 1996 in Dublin auf einen Entwurf geeinigt, der teils unserem Vorschlag entspricht, aber in wesentlichen Punkten doch abweicht. Zwar soll die EZB ein Initiativrecht für Leitkursänderungen erhalten, jedoch in abgeschwächter Form. Vor allem soll der Grundsatz nicht gelten, daß die EZB zu Interventionen nicht verpflichtet ist. Im Gegenteil sollen Interventionen „grundsätzlich automatisch und in unbegrenzter Höhe erfolgen“²⁶ Damit wird ein Kardinalfehler des EWS I, der immer wieder Spekulationswellen einlud, fortgeführt. Immerhin soll der EZB das Recht zugestanden werden, Interventionen auszusetzen, sofern diese ihrem vorrangigen Ziel der Preisstabilität zuwiderlaufen sollten. Aber das wäre nur ein Notausstieg, der spekulative Krisen nicht verhindern, sondern ihnen nur die Spitze nehmen kann.

2. Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen

Schließlich sind einige wenige Bemerkungen hinsichtlich der Währungspolitik gegenüber Drittstaaten, namentlich den USA und Japan, angebracht. Es bedarf keiner ausführlichen Begründung, daß die Geldpolitik der EZB auch nicht durch wechselkurspolitische Vorgaben hinsichtlich der Währungen von Drittländern behindert werden darf. Aus heutiger Sicht erscheint es als ausgeschlossen, daß die Gemeinschaft sich auf ein Wechselkurssystem nach Art. 109 Abs. 1 EG-Vertrag mit diesen Währungen einlassen könnte. Käme es doch dazu, so würde man darauf bestehen müssen, daß der EZB ein Recht zur Aussetzung von Interventionsverpflichtungen eingeräumt würde, wie etwa der Wissenschaftliche Beirat beim Bundeswirtschaftsministerium in seinem Europa-Gutachten von 1994 vorgeschlagen hat.

²⁵ Vgl. von Hagen und Neumann (1996) und Neumann (1996 und b).

²⁶ Vgl. Europäischer Rat (1996), insbesondere Anlage 2 zu Anlage I.

Aber auch bei dem zu erwartenden Floating gegenüber Dollar und Yen läßt sich nicht ausschließen, daß Ziel-Grauzonen-Konzepten das Wort geredet wird. Der EG-Vertrag bietet mit Art. 109 Abs. 2 EG-Vertrag dafür einen Ansatzpunkt, indem der Europäische Rat auf Vorschlag der Kommission allgemeine wechsellkurspolitische Orientierungen beschließen kann. Solche Orientierungen wären zwar für die EZB nicht verbindlich. Sie sollten trotzdem besser unterbleiben, weil sich aus ihnen Gefahren für die Gewährleistung eines kaufkraftstabilen Euros ergeben könnten. Es gilt, jeden Ansatz zu vermeiden, der dazu führen könnte, daß anders geartete allgemeinpolitische Erwägungen Einfluß gewinnen können auf die europäische Geldpolitik.

Literatur

Bofinger, Peter (1994): „Die Bundesbank jagt ein Phantom“. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 19. Mai. – *Europäischer Rat* (1996): Schlußfolgerungen des Vorsitzes, Dublin. – *Europäisches Währungsinstitut* (1996): Jahresbericht 1995, Frankfurt. – *Europäisches Währungsinstitut* (1997): Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3, Frankfurt. – *Fraser, Bernie* (1996): „What is an Optimal Inflation Target?“, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln 31, 15.5., S. 11 - 12. – *Fratianni, Michele* und *Jürgen von Hagen* (1992): The European Monetary System and European Monetary Union, Boulder: West View. – *Friedman, Benjamin M.* (1990): „Targets and Instruments of Monetary Policy“, in: Benjamin M. Friedman und Frank H. Hahn (Hrsg.), Handbook of Monetary Economics 2. Amsterdam: North Holland. – *Goodhart, Charles*, und *Jose Viñals* (1994): Strategies and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes. Banco de Espana, Servicio des Estudios, Documento de Trabajo 9425. – *Groeneveld, Hans*, *Kees G. Koedijk* und *Clemens J. M. Kool* (1996): „Inflation Dynamics and Monetary Strategies: Evidence from Six Industrialized Countries“. mimeo, Universität Limburg. – *Harden, Ian J.* und *Jürgen von Hagen* (1996): „Die Europäische Verfassung und die Finanzen der Mitgliedstaaten“, in: Thomas König, Elmar Rieger und Hermann Schmitt (Hrsg.), Mannheimer Jahrbuch für Sozialwissenschaft. Frankfurt: Campus. – *Issing, Otmar* (1993): Einführung in die Geldpolitik. München: Franz Vahlen, 5. Aufl. – *Issing, Otmar* (1994): „Die Geldmengenstrategie der Deutschen Bundesbank“, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln 91, 9. Dezember, S. 1 - 11. – *Leiderman, Leonardo*, und *Lars E. O. Svensson* (1995) (Hrsg.): Inflation Targeting. London: CEPR. – *Neumann, Manfred J. M.* (1996a): „Politisierung der europäischen Wechselkurse muß vermieden werden“. Handelsblatt vom 17.4.1996, 2. – *Neumann, Manfred J. M.* (1996b): „The ins and outs of EMU“. Financial Times vom 28.6.1996, 14. – *Neumann, Manfred J. M.* (1996c): Monetary Targeting in Germany, Discussion Paper Nr. 96-E-15, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan. – *Neumann, Manfred J. M.* und *Jürgen von Hagen* (1987): „Theoretische und empirische Grundlagen von Geldmengenzielen“, in Armin Gutowsky (Hrsg.). – *Neumann, Manfred J. M.* und *Jürgen von Hagen* (1992): „Germany“, in: Michele Fratianni und Dominick Salvatore (Hrsg.), Handbook of Monetary Policy in Open Economies. Westport: Greenwood Press – *Persson, Torsten*, und

Guido *Tabellini* (1994): „Designing Institutions for Monetary Stability“. Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy 39, S. 53 - 84. – *Poole*, William (1970): „Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model“. Quarterly Journal of Economics 84, S. 197 - 216. – *Rother*, Philipp K. (1996): „European Monetary Integration and the Demand for Money“. mimeo: University of Mannheim. – *Svensson*, Lars E. O. (1996): „Optimal Inflation Targets, ‚Conservative‘ Central Bankers and Linear Inflation Contracts“. mimeo: Universität Stockholm. – *von Hagen*, Jürgen (1986): Strategien kurzfristiger Geldmengensteuerung. Hamburg: Weltarchiv. – *von Hagen*, Jürgen (1988): „Operating Regimes for Short Run Monetary Control in West Germany“. Weltwirtschaftliches Archiv. – *von Hagen*, Jürgen (1990): „Operation Targets and Information Variables in Monetary Control“. Weltwirtschaftliches Archiv 126, S. 269 - 289. – *von Hagen*, Jürgen (1995): „Inflation and Monetary Targeting in Germany“. in: Leonardo Leiderman und Lars E. O. Svensson (Hrsg.), Inflation Targeting. London: CEPR. – *von Hagen*, Jürgen, und Manfred J. M. *Neumann* (1996): „A Framework for Monetary Policy under EMU“ in Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Monetary Policy Strategies in Europe. München: Vahlen. – *Wellinck*, Arnout (1994): „Experience Gained with Monetary Policy Instruments in the Netherlands“, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln 41/13.6., S. 6 - 15.

Refinancing Policy Options of the European Central Bank

By Jürgen Jerger, Freiburg, and Lukas Menkhoff*, Aachen

In this paper we review alternative instruments for conducting the refinancing policy of the future European Central Bank, the choice of which has been left very broad by the Maastricht Treaty. The criteria against which we judge the respective instruments are the general ones of “efficiency” and “competitive neutrality” and the Europe-specific goal of “subsidiarity”. Our main suggestion is that the European Central Bank should implement standing facilities besides open market operations.

Dieses Papier untersucht verschiedene Instrumente zur Refinanzierungspolitik einer zukünftigen Europäischen Zentralbank, die durch den Maastrichter Vertrag kaum eingeschränkt wurden. Kriterien anhand derer wir die entsprechenden Instrumente bewerten sind “Effizienz” und “Wettbewerbsneutralität” sowie das Europa-spezifische Ziel der “Subsidiarität”. Die Hauptempfehlung lautet, daß eine Europäische Zentralbank neben der Offenmarktpolitik auch standing facilities einrichten sollte.

I. Introduction

The way in which the future European Central Bank (ECB) will provide the banking system with liquidity has not yet been decided. There are neither legal nor factual or specific theoretical considerations forcing any predetermined outcome on the refinancing issue.

- The Maastricht treaty and the accompanying protocol on the Statute of the ESCB and ECB¹ contains only very general principles for the conduct of monetary policy (independence, dominance of price stability). Regarding the use of instruments, the only restriction is the ban of gov-

* We are grateful to Oliver Landmann and the participants at the CEPR/Irving Fisher Society-conference “What Monetary Policy for the European Central Bank?” in Frankfurt/M., 9./10.6.1995, in particular to our discussant Jacques Méhitz, for helpful suggestions.

¹ The terms “European Central Bank” (ECB) and “European System of Central Banks” (ESCB) are mostly used interchangeably in the rest of this paper.

ernment financing (Art. 104) and the requirement of market conformity of the instruments (Art. 105). The latter certainly rules out measures such as direct credit allocation, but leaves open a wide array of refinancing policy options.

- The set of instruments currently in use in the prospective member states of the European Monetary Union (EMU) is quite diversified.
- Furthermore, theory is not very clear on what is an “optimal” set of monetary policy instruments. This partly reflects ambiguities regarding strategic issues. But even with a given monetary policy strategy, theory provides no compelling arguments for the choice of adequate, let alone optimal instruments.

This a priori undetermined outcome necessitates discussion of the available instruments with respect to the general goals of a central bank and the more specific goals of the ECB.

- The most important goal to be met by the refinancing instruments is “efficiency”, i.e. the ability of the ECB to control money markets in the desired way.
- The monetary unification in Europe is complicated by the fact that the national financial systems are still very different, despite some convergence in the past few years (Gual/Neven 1992, Schmidt/Tyrell 1996).² This makes it especially important that the refinancing procedures of the ECB fulfil the criterion of “competitive neutrality”. We will identify different aspects of this concept which are relevant for the pursuit of monetary policy.
- Finally, the task of designing monetary policy instruments is even more challenging because the goal of “subsidiarity” has been added by the Maastricht Treaty to the agenda of the European unification process. In the context of EMU, subsidiarity is explicitly mentioned in Article 12 (1) of the ESCB Statutes.

From a purely economic point of view, the efficiency goal is the most important one, and monetary policy should indeed only worry about any other goals if this does not interfere with efficiency. However, we will argue that in the ESCB there is room for the pursuit of the other goals. Given this hierarchy, we regard the above goals to be the most important ones and, at the same time, as being specific to the European case. Thus, we omit other aspects, such as the political economy of bargaining over instruments between national central banks, although the already mentioned indeterminacy of the optimal choice may support a compromise, which is

² *Kneeshaw* (1995) provides a survey of country differences of the non-financial sector which are relevant for monetary policy.

mainly dictated by the bargaining power of the central banks (Vanhoose 1994). Furthermore, we do not deal with the interdependence of strategic and instrumental choices. Such considerations in the spirit of Poole (1970), require a high degree of knowledge concerning the behaviour of the private sector, which we consider to be unrealistic at least at an early stage of EMU. Finally, we restrict our discussion to the core of refinancing instruments and do not conceptualize a complete set of other instruments; in particular, we do not deal with the implementation of minimum reserve requirements.³

Although our analysis may suffer from the limitations just mentioned, a clear case for a bigger role of standing facilities in addition to open market operations emerges. The former are most appropriate to the goal of subsidiarity; they are feasible since their limited flexibility is matched by a reduced flexibility requirement due to a diminished scope for exchange rate interventions; and they can be designed to meet the goal of competitive neutrality.

The rest of the paper is organized as follows: section 2 gives a broad overview of the main features of refinancing procedures currently in use in the EU. Sections 3 to 5 evaluate the instruments with respect to the three goals introduced above. The results are then used to formulate the outlines for a refinancing policy concept of the ECB in section 6. Some final remarks are offered in section 7.

II. Refinancing instruments in Europe

There is no shortage of descriptions of central bank behaviour in the literature. However, most texts discuss institutional issues, which pertain to the creation of credibility rather than to the particulars of the refinancing policy; see the papers in Fratianni/Salvatore (1993). For our purpose Kasman's (1992) comparison of the monetary policies in six industrialized countries is an exception. Icard (1994), Issing (1994), King (1994) and Wellink (1994) provide recent surveys of the experiences with monetary policy instruments in France, Germany, the UK, and the Netherlands, respectively. Finally, we heavily refer to information compiled by the European Monetary Institute (EMI 1995).⁴

³ See Rich (1995) on this topic.

⁴ Furthermore, *Kneeshaw/Van den Bergh* (1989) discuss the international evidence of changes in monetary policy procedures in the 1980s. A most useful survey of the history of central bank money market operations and central bank objectives is contained in two appendices in *Goodhart/Capie/Schnadt* (1994). *Frazer* (1994, p. 194 - 96) compares the operating procedures of the Bank of England and the Federal Reserve System in the US.

Central bank operation procedures in the EU have converged considerably during the past years under the influence of the stronger world capital markets' integration. Particularly striking is the increase in the importance of open market operations. To give an example, the ratio of open market operations in the total volume of refinancing in Germany doubled from roughly one third in the mid 1980s to about two thirds in the early 1990s (see Deutsche Bundesbank monthly reports). This development was matched by a corresponding decline of standing facilities. By now, only in 3 out of 14 members of the EU, the importance of standing facilities in providing liquidity is considered "high" (Austria, Netherlands) or "intermediate" (Germany) in a survey conducted by the EMI (1995, pp. 128/9).⁵

Table 1 summarizes the present diversity of instruments across the fourteen national central banks by simply counting the number of countries which use the respective instrument. Also included is a specification of the monetary policy strategy pursued with the aid of the respective instruments. Apparently, in the practice of central banking in Europe, there is no correlation between ultimate or intermediate target variables and the mix of monetary policy instruments. This lack of correlation confirms our presumption that there is no clear-cut way to take into account theoretical insights à la Poole (1970).

Table 1

<i>Standing facilities</i>					<i>Open Market Operations</i>						
	policy target	a	b	c	d		policy target	a	b	c	d
total number	13					total number:	14				
of which:						of which:					
- SF below market rate:	3	1	1	-	1	- Outright transactions:	10	4	1	3	2
- SF at market rate:	3	2	1	-	-	- Reversed transactions:	14	6	2	3	3
- Deposit facility:	6	4	-	2	-	<i>Auction procedures:</i>					
- Marginal facility:	10	3	2	3	2	- volume tender only:	2	2	-	-	-
						- interest tender only:	6	2	1	-	3
						- volume and interest tender:	6	2	1	3	-

a: Exchange rate target (total: 6); b: monetary target (total: 2); c: Inflation target (total: 3); d: mixed target (total: 3)

Most countries use a marginal facility from which a bank can buy liquidity at a penalty rate in case of a systemic shortage, i.e. if the volume at the interbank market proves too small, whereas a base facility at or below market rates is only used in six countries. In addition to these instruments, six central banks offer a deposit facility in order to absorb "excess" liquidity in the banking sector.

⁵ The 14 EU-countries include Austria, Finland and Sweden, but exclude Luxembourg which forms a currency union with Belgium.

As pointed out above, open market operations are clearly the most important single instrument; in the form of repurchase agreements they are indeed the only type of market operations conducted in all member countries of the EU, although similarity already disappears with respect to the type of auction. In six countries, volume and interest rate tenders are used alternately. In the other countries interest rate tenders are used exclusively, with the exception of Denmark and the Netherlands, where volume tenders are the only vehicle of open market operations. This apparent preference of central bankers for interest rate tenders may stem from the higher informational content of the bid.⁶ Outright transactions are carried out in ten countries.

For the following discussion, it is useful to distinguish five different characteristics of a refinancing instrument: First, instruments may be distinguished according to the admissible range of underlying assets (collateral), such as money market papers, bonds, trade bills or credit. Second, central banks can restrict not only the type of collateral, but also the possible issuers of admissible papers (government or private sector). Third, refinancing facilities can be distributed in different ways. The main alternatives are auctions (either as volume or interest rate tenders), the distribution via intermediaries (e.g. the discount houses in the UK) and the use of contingents, which are a function of certain features of a bank. Fourth, liquidity may be distributed on a temporary (although renewable) basis with repurchase agreements or via outright transactions. Finally, the duration of the refinancing, i.e. the time until the repurchase date or the time until maturity of the underlying asset in case of an outright transaction, is an important characteristic.

An example for the diversity of instruments is provided by a comparison of the UK and Germany. The major refinancing instrument of the Bank of England is the provision of liquidity in exchange for government money market papers via discount houses. In contrast, the standing facilities in Germany are allocated according to fixed contingents, without any intermediary, the underlying assets are (private sector) trade bills. The discussion below tries to identify desirable combinations of these characteristics in view of the goals established in section 1.

III. Efficiency of the refinancing instruments

As a monopoly supplier of base money, a central bank can in principle perfectly control either the quantity or the price in this market. Since the demand

⁶ A bid for liquidity from an interest rate tender has to quote the desired amount of liquidity *and* the interest rate the bank is ready to pay, whereas the interest rate is set unilaterally by the central bank in the case of a volume tender.

function for high powered money is not perfectly known, the central bank can only fix either the volume or the interest rate. In order to limit surprises due to this degree of freedom, a central bank would wish to communicate information to the banking sector and obtain information from it. Hence, “efficiency” may be decomposed into three aspects, the *flexibility* of instruments, the *signalling* of information towards commercial banks and the *monitoring* of banking institutions as well as the real economy.

1. Flexibility

The possibility of a flexible reaction to any circumstances is a key requirement of monetary policy and hence must be provided by an adequate mix of refinancing instruments. Due to their short duration and flexible design features, open market operations clearly are most suitable in this respect, which may also explain the rising importance of this instrument reported in section 2.

Standing facilities could in principle also be used to provide or withdraw liquidity to or from the market by setting the quantities accordingly. However, it is the essential difference between open market operations and base facilities that the latter usually have a longer duration and that the distribution process is less flexible. The requirement of a close control of the quantity of standing facilities suggests the use of some preferential interest rate (discount rate). This subsidy should be as small as possible, e.g. by defining the respective rate as the money market rate minus a small discount (Cottarelli/Kourelis 1994, Menkhoff 1997).

In contrast to the two above mentioned instruments, limiting facilities, such as a marginal (upside) facility and a deposit (downside) facility play only a minor role in the refinancing mix because they do not allow a close control of quantities. However, the definition of the interest rate bound may be an important element in times of extremely high or low central bank money demand.

We conclude therefore that open market operations are most easy to adjust to changing needs of the central bank. Their duration as well as their overall volume determine the degree of flexibility. Both features can be adjusted quite easily by the central bank. Thus, open market operations will remain an indispensable refinancing tool in the ECB (EMI 1996, Jarchow 1995).

2. Signalling

The informational exchange between a central bank and the commercial banks is a two-way flow. The flow from the central bank to the markets is discussed as “signalling” of the monetary policy stance. In this respect, it is

obvious that as soon as a central bank applies shorter-term open market operations, the more sluggish standing facilities do no longer provide much important information, although they may help to form stable longer-term expectations (Enoch/Quintyn 1996, Hesse/Braasch 1996). Even in the German case, which is characterized by a comparatively large share of standing facilities, the discount rate has to be set *in response* to market developments, as even the Bundesbank frankly admits (Deutsche Bundesbank, Monthly Report, May 1994, p. 64). Thus, in European countries nowadays the most relevant signals usually come from the interest rate charged at the open market window.⁷

To make these signals as clear as possible, it is helpful to keep the volatility in short-term interest rates low. In this respect, a lower frequency of interventions is preferable in order to assure that the large short-term movements of interest rates are not confused with the actual stance of monetary policy. A technical point is worth mentioning in this context: The large differences in the volatility of very short-term interest rates e.g. in the United Kingdom and Germany (Kasman 1992, King 1994) can be attributed to the different averaging periods for the fulfilment of reserve requirements (one day in the UK with a required reserve ratio of zero; 30 days in Germany). Hence, a longer averaging period may contribute to a clearer signal of interest rate movements. A second measure that ensures more clarity of the interest rate signals is the mechanical link between the market rate and the base facility rate as suggested above.

Concerning the auction type of open market operations, the central bank can signal its willingness to raise or lower the interest rate most obviously by announcing a volume tender. On the other hand, interest rate tenders are more informative for the central bank since they reveal more precisely a demand curve for base money. Thus, both auction types have a clear pattern of comparative advantages, and hence can be used alternately.

One main reason for the inclusion of a marginal facility in the tool-box of the ECB is the implied signal to the market that the lender-of-last-resort function will be fulfilled at a priori known terms. Especially at an early stage of the EMU, when it may be hard for the ECB to correctly anticipate the liquidity demand of banks, this facility stands ready to neutralize too careful judgements concerning the volume of liquidity supplied at the other windows.

⁷ The signalling of the intended stance of monetary policy is not confined to refinancing tools, but includes the announcement of target growth rates for monetary aggregates etc. However, given the task of our paper, we restrict ourselves to the aspects associated with refinancing policy options.

3. *Monitoring*

A close monitoring of the real economy – or as Lamfalussy (1994, p. 12/13) puts it: “intimate knowledge of the participants in the market and the linkages between them” – serves as a basis for the ultimate goal of creating and supporting a stable economic environment. Mishkin (1994, p. 38) makes the same point with explicit reference to the asymmetric-information view of the banking sector put forward by Stiglitz and his co-authors (for a survey see e.g. Stiglitz 1992). The question arises then, in which way this monitoring function can be provided.

In the German case it is directly connected to the discount policy due to the role of “good” trade bills as collateral. Hesse/Braasch (1994, p. 176) therefore argue that the characterization of the below-market discount rate as preferential is not necessarily correct, since the trade bills, which the Bundesbank takes in, require a costly monitoring of the firms on which the bills are drawn. From this perspective, commercial banks perform a delegated monitoring for the Deutsche Bundesbank, although the Bundesbank also collects data on these firms itself. However, there exists no necessity to connect monitoring to any refinancing instrument. On the contrary, it is very well conceivable that the information derived from the rating of trade bills is not representative and that this information could be compiled less costly, e.g. directly from market sources rating securitized debts.

This leads us to two consequences: First, we advocate an analytical separation of the monitoring function from any refinancing facility. Second, there is a case for a broad information basis for monitoring purposes rather than narrowing the view, for example to one particular form of credit. An example for such a broader basis is the centralized French credit information system.

From our discussion in this section, the following conclusions can be drawn:

- The criterion of flexibility of monetary policy clearly favours open market operations.
- The signalling function is mainly performed at the open market window, because markets will try to extract information from the last relevant central bank action. Flexible open market operations are necessary in this respect to keep the money market rates less noisy. Marginal and deposit facilities signal upper and lower thresholds of the interest rates.
- The monitoring function can and should be performed without exclusive reliance on any particular refinancing instrument.
- Regarding efficiency, some additional points emerge: Interest rate as well as volume tenders seem to be useful. A marginal facility may signal the

willingness to play a lender-of-last-resort function. The subsidy necessary for the full use of the base facility should be as small as possible, which can be achieved by calculating the discount rate as the going repo rate minus a predetermined discount.

IV. Competitive neutrality of the refinancing instruments

As a general rule, monetary policy should be neutral with respect to the competition between private market participants. In this section, we discuss the impact of the refinancing instruments on five different aspects of competitive neutrality.

1. Neutrality towards national financial systems

There is an old but still unsettled debate about the implications on overall economic performance of a bank-based financial system (e.g. Germany) and a capital market-based financial system (e.g. USA, United Kingdom), respectively.⁸ Thus, there is no reason why the ECB should favour one extreme and hence the best option is to organize the refinancing procedures in a way which is neutral towards this broadest aspect of financial systems.

Less researched, but obviously relevant is the interdependence between the different financial systems and the characteristics of the monetary policy instruments. An example for this link is the difference in the assets underlying refinancing transactions in Germany and the UK. As pointed out above, trade bills play an important role as an underlying asset for the discount facility in the bank-based German system, whereas the market-based British system is characterized by refinancing mainly via money market papers. Hence, the range of admissible papers is clearly influenced by the availability of papers in the respective financial system.

If the ECB does not intend to influence the structure of financial systems, there is a strong case for admitting a large variety of underlying papers. This could principally be handled in two different ways: either the papers presently in use in each country are only accepted in this single country or the full set of papers is accepted in all member countries. The first alternative, however, is not neutral to inter-country bank competition. Thus, it is only the second alternative which is compatible with neutrality towards the financial systems.

There may be, however, some hidden problems with this general broadening of admissible papers if the correlation between the kind of financial

⁸ See *Allen/Gale (1995)* who present the arguments in the context of a comparison between the United States and Germany.

system and the underlying assets is not just a question of availability, but also of specialization. In this case, the increase of the range of admissible papers may break some well-trying incentive-compatible system of monitoring the financial and real sector. This is, of course, more a vague possibility than a theoretically derived or empirically proven argument. On the other hand, the fragility of financial systems and its interdependencies with the real sector are well-known. Therefore, a fast and complete liberalization could weaken the stability of the financial and real sectors of an economy, if the incentives for monitoring the banking system as well as the real economy are not taken into account. Notwithstanding this possible difficulty, enriching the menu of papers used for refinancing should have some stimulating effect on competition between financial systems. It is a welcome side-effect of this policy that it reduces the adjustment costs for the banks, since they could – with regard to the underlying paper – proceed as before. It can be left to the market to determine which papers will indeed be used for refinancing purposes.

2. Neutrality towards various financial centres

Many policy-makers and bankers are apprehensive that the unification process in Europe will lead to a kind of administratively caused push towards centralization, thereby eliminating smaller financial centers. There is no doubt that competitive neutrality requires equal treatment of small and big financial places.

The link between refinancing policy and the treatment of financial places is the type of distribution which the ECB chooses to bring central bank liquidity to the banking system. Consider, for example, an auction of central bank money. Since various locations cannot differentiate their “product”, there exists only a single market. A necessary requirement to prevent such unwanted centralization is to make sure that participation at these auctions is possible from all places within the monetary union, such as it is the case with the repurchase auctions of the Deutsche Bundesbank which are handled by its regional offices. Likewise, a distribution of central bank liquidity via stable contingents would be neutral with respect to locations, if these refinancing lines can be managed at any place.

3. Neutrality towards the price of papers

Neutrality further requires that the prices of the papers chosen for the collateralization of refinancing facilities are not affected. One prerequisite for this goal is that the ECB should not favour any particular kind of paper. But there exist, of course, quality and practicability limits unavoidably accentuating certain papers used for refinancing. Therefore, it seems advisable to allow

a broad variety of papers to minimize any influence on some paper's popularity and thus on different issuers of assets. A second consequence is a clear preference for broad repurchase agreements instead of outright purchases (see Monticelli/Viñals 1993, p. 17 f.). The importance of that point is a declining function of the time until maturity of the papers, of course.

4. Neutrality towards the type of bank

The next aspect of neutrality concerns the equal treatment of different types of financial institutions. In particular, operations which involve only a small group of all banks do not meet this criterion. Two aspects are relevant: the factual participation of banks in a certain facility to which access is legally possible; and the organizational procedure, which may or may not rely on a small group of intermediaries. The criterion of competitive neutrality suggests that procedures should be designed such that all banks have equal access to all facilities, both legally and factually.

Judging by existing experience, fine-tuning procedures exclude many banks because of the required speed. Given this fact, an obvious claim is to organize the refinancing procedures in a way that makes fine-tuning operations as far as possible superfluous. The comparison between the money market control in the United Kingdom and Germany illustrates the alternatives: The Bank of England intervenes several times per day, the Bundesbank only about twice per week (see Issing 1994 and King 1994). The reason for the different intervention frequencies, however, lies mainly in the averaging periods for reserve requirements as discussed above.

Channeling liquidity through a smaller group of banks to the rest of the banking sector implies the creation of privileged positions and the possibility of their misuse. Even if competition between the intermediaries exists, one may question whether there are any advantages which justify the legal or factual exclusion of other banks. We already mentioned the case of the United Kingdom where a few discount houses possess such an intermediary position. Also, in France some of the refinancing is channelled through a limited group of direct counterparts of the Banque de France (Icard 1994). On the contrary, the regular refinancing facilities in Germany are legally open to practically all banks. With regard to the goal of competitive neutrality it is clearly preferable that every bank has at least the choice to operate its refinancing directly with the central bank.

If refinancing facilities are allocated via contingents, neutrality requires that these contingents be independent of any specific feature of different types of banks. In Germany, for example, discount facilities are allocated – among other criteria – according to the share of the short-term and medium-term loans in the total assets outstanding. As an undesirable consequence of

this rule, an increase of long-term loans *ceteris paribus* reduces the discount facility of an individual bank (Issing/Rudolph 1988). In the Netherlands facilities are provided according to the total credit outstanding which circumvents this problem. However, it is questionable whether loans are a fair measure to distribute a somewhat cheaper refinancing facility. As a measure which is more neutral towards different kinds of banking businesses, we would suggest to link the individual contingents to the equity capital of a bank (see Menkhoff 1997). Since the standards on capital requirements are already harmonized in Europe, this will be particularly easy to administer in the future ESCB.

5. *Neutrality towards the size of banks*

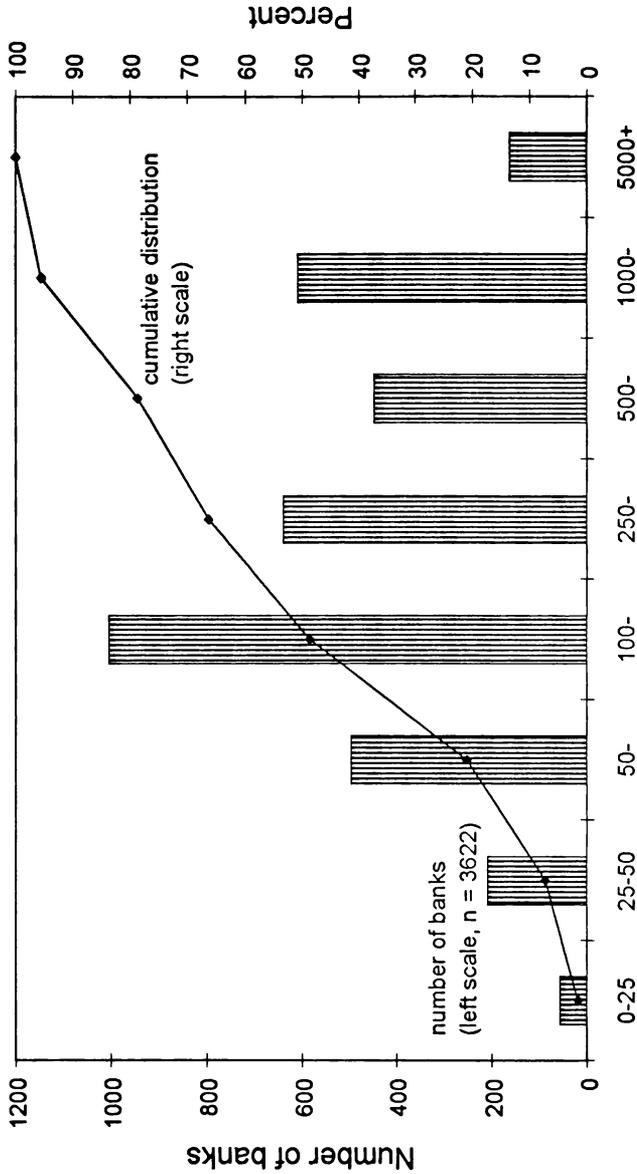
Extending the argument of the preceding section IV.4, conformity with market principles also requires neutrality of the refinancing policy with respect to the size of a bank. Although the internationally operating banks may figure more prominently, they are not at all “typical” for European banks. Figure 1 shows the distribution of a total of 3622 German banks across different sizes. The importance of small banks is made plain by the fact that almost 50% of the banks have total assets of less than 250 mill. DM. Hence, “typical” German banks can be considered “small”.

The size of banks may be crucial for the use of standing (discount) facilities and open market (repurchase) operations in Germany. Whereas the first instrument is used by the vast majority of banks, the second instrument is used by a significantly smaller number of banks, although it is legally open to all of them. Unfortunately, there are no detailed data available on this issue. But in interviews conducted with representatives of several banks as well as from a questionnaire survey of German savings banks (Menkhoff 1996), it became clear that there is a positive correlation between the size of a bank and the probability that it will participate at open market auctions.

To get a rough feeling of the relevance of this problem some numbers are helpful. Out of the 3622 banks reporting to the Bundesbank in 1995, between 328 and 905 participated at the weekly auctions. Because the duration of the repurchase refinancing is two weeks, one could – as a maximum – double the minimum weekly figure to calculate the number of banks permanently using this refinancing facility. The resulting 656 banks make up about 18% of German banks. The average figure calculated in this way for the period 10/1992 - 9/1996 is 939, i. e. 24.6% of the total.⁹

⁹ Starting from October 1992 the Bundesbank changed the standard maturity of its securities repurchase transactions from about four to two weeks. The average number of banks in this period was 3819.

Figure 1



Source: Deutsche Bundesbank (Statistische Beihefte zum Monatsbericht: Bankenstatistik, Oktober 1996, p. 105). The data refer to 1995.

Hence, the legal possibility of participating at open market operations is not a sufficient condition to do so for the majority of banks (see also Krupp 1996). It seems plausible to conclude that the uncertainties involved in auctions for the banks are serious enough to prevent smaller banks from drawing from this facility.

The uncertainties associated with different refinancing facilities also depend on the way of distribution. The volume a bank can draw from a contingent is very stable, as neither the total volume nor the share of a single bank vary much. Auctions entail different patterns of uncertainty, depending on the exact type. In the case of a volume tender, the interest rate is fixed, but the amount of liquidity a bank actually obtains is hard to forecast since the ratio of supplied and demanded liquidity is a quite volatile magnitude, as shown in table 2. An interest rate tender adds the risk of an interest rate surprise. Furthermore, the quantity risk is higher, since with an interest rate tender there is a relevant probability (17.5 % in our sample) of getting no liquidity at all, whereas a bid at a volume tender transaction is always at least partly met. Hence, we may test our hypothesis on the relevance of uncertainty for the banks by comparing the average numbers of participating banks for interest rate and volume tenders, respectively. Our initial presumption that an interest rate tender is less attractive for the banking sector due to its greater risk is clearly reflected by the data (see Table 2).¹⁰

Table 2

	average number of participating banks	average sum of liquidity demanded	average ratio of liquidity supplied and demanded
total (n=230)	469.49 (120.88)	132956 mill. DM (49438)	51.59% (15.58)
volume tender (n=111)	522.36 (147.20)	174554 mill. DM (47800)	44.25% (15.35)
interest rate tender (n=119)	420.16 (94.71)	94154 mill. DM (27509)	58.43% (11.73)
The numbers in brackets are average absolute deviations from the sample mean.			

Source: Own calculations based on data in Deutsche Bundesbank (Monthly Reports, various issues). The sample includes all open market operations from October 1992 until September 1996.

¹⁰ As the figures show, the higher risk associated with an interest rate tender is not compensated by a decisively larger or less volatile quota. Although a volume tender is associated with a higher interest rate advantage than an interest rate tender, this does not explain the respective pattern of participation (see *Menkhoff* 1997).

In summary, different refinancing facilities are characterized by different risk characteristics, and there exists evidence that smaller banks avoid the riskier options. Hence, a strong reliance on open market policies is not neutral towards the size of the bank.

One could argue that smaller banks can adapt to the certain kind of risk discussed by arranging a cooperation with a bank which is active in money markets. For most smaller German banks this works via the apex banks within savings banks and cooperative banks organizations. Nevertheless, such organizational agreements (specialization) are second-best solutions from the point of view of small banks, as a broader direct participation with less risky refinancing schemes proves. This specialization may be also not desired by the central banks, as e.g. Bundesbank's Council Members seem to prefer a de facto equal treatment of different banks, if this is technically feasible and does not hinder efficiency (see e.g. Krupp 1996).

The contingents and subsidies involved in standing facilities are still unsatisfactory, however. If stable contingents meet the needs of smaller institutions, it becomes questionable whether they have to be allocated with a price discount. On the contrary, one might imagine that some participants would be even willing to pay a surcharge on the average market price for base money. This may allow to introduce a market mechanism for the allocation of longer-term standing facilities and might thus eliminate the unwanted elements of contingents and subsidy. Proposals in this direction have been made by Hesse/Braasch (1996) or Menkhoff (1997).¹¹

The following points sum up the results of this section.

- The range of underlying papers should be defined as broad as possible, i.e. they should include money market papers, long-term bonds, bills of exchange and forms of credit as collateral.
- To minimize influences on the price of these papers, outright purchases should be avoided.
- For the process of liquidity distribution, an establishment of exclusive intermediaries between the ECB and the financial institutions is neither necessary nor desirable.
- The auctioning of liquidity should be organized in a way that allows participation from all locations, i.e. by relying on the national central banks as counterparts for the commercial banks.

¹¹ It is debatable whether such standing facilities are closer to open market operations than to the present German discount facilities. If the decisive characteristic is the kind of distribution, such more riskless facilities would still be different from "standard" open market auctions.

- When contingents are chosen for liquidity distribution the allocation of these contingents according to the equity capital of institutions should be considered, rather than the volume of credit, or any other item specific to certain types of banks.
- Furthermore, the interest rate charged on stable contingents should be as close as possible to the money market rate.
- Since the distribution of refinancing facilities is not neutral towards the size of banks, the most neutral way should be preferred, which is either a distribution via stable contingents or an auction of longer-term refinancing facilities.

V. Subsidiarity of the refinancing instruments

The European unification process and particularly the process of monetary unification entails centralization in the first place. As a means to counterbalance this movement the principle of subsidiarity was introduced in the Maastricht treaty. In the field of monetary policy, however, it is not at all obvious which role subsidiarity or national competition should have. The whole exercise is about delegating the competence for monetary policy to a supra-national level. Therefore, it is necessary to identify possible interpretations of subsidiarity in the context of the ECB.

- “Strategic subsidiarity” in the sense of monetary policy competence on any level below the ECB contradicts the very idea of a monetary union and thus needs no further discussion.
- “Instrumental subsidiarity” means the possibility for national central banks of choosing the refinancing instruments to fulfil a given strategy determined by the ECB. The scope of such freedom, however, is very limited because this may easily interfere with the impossibility of strategic subsidiarity. Moreover, any differences in national refinancing costs for the banking sector will lead to massive shifts in refinancing between these countries.
- Thus, from our point of view, one meaningful concept of the principle of subsidiarity concerning the refinancing policy of the ECB remains: “operational subsidiarity”. This comes close to the principle of “organizational subsidiarity” which has already been established by the Statutes of the ESCB. It implies that a well-defined task should only be assigned to the ECB if it cannot be performed by one of the national central banks in the implementation of refinancing.

Therefore, it is related to the considerations about competitive neutrality towards financial centres but would explicitly support smaller places. Sug-

gestions on the possible designs of a decentralized execution of monetary policy have been made by Monticelli/Viñals (1993) and Schulmann (1994)(see also Goodhart/Viñals 1994). A major point of their analyses is the distinction of a broad and usually unchanged base facility from other kinds of refinancing. The base facility can easily be managed in a decentralized and heterogeneous way due to its longer-term character, whereas more flexible operations require a rather centralized and homogeneous handling. These authors also discuss possible elements of national discretion concerning the base refinancing. However, in order to avoid elements of strategic discretion, we can hardly imagine any meaningful national differences between national refinancing procedures, except concerning the details of intermediation and the country-specific use of underlying assets.

VI. Outline of a refinancing concept for the European Central Bank

We are aware that we have not discussed all the relevant aspects of a fully worked out proposal for the refinancing instruments of the ECB. Most important, interdependencies between refinancing instruments, other features of central bank policy, such as credibility, and the general central bank strategy have not been taken into account. These more general aspects are discussed e.g. in Cukierman (1995) and von Hagen/Neumann (1995). Nevertheless, our analysis leads us to some recommendations for the refinancing policy of the future ECB, which we want to summarize in this section.

Our starting point was to think of a particular instrument as a bundle of different characteristics which are more or less suitable for a given objective. It was argued that most of the desirable aspects can be incorporated in two main instruments, open market operations and standing facilities. The former give the central bank the necessary flexibility to control money markets and a clear signalling ability even in turbulent circumstances, whereas the latter provide for a stable framework, and should be adopted in view of the goals of competitive neutrality and subsidiarity. A main difference between these refinancing instruments is their way of distribution, whereas there is no obvious reason to differentiate the kind of underlying assets. To be competitively neutral, the underlying assets should be broadly defined; repurchase transactions should be preferred at the open market window. Furthermore, the existence of exclusive intermediaries is undesirable, and auctions should be designed in a way which ensures both the legal and factual possibility of participation of a majority of commercial banks. The individual contingents for the base facility should not depend on features which are related to particular branches of the banking business. We suggest to use equity capital as a measure for the allocation of contingents.

There is no reason to continue the German practice of linking the monitoring function to the refinancing policy or even one particular refinancing instrument. The amount of subsidy should be as low as possible; it is even conceivable to establish a market mechanism for the allocation of standing facilities.

The loss of flexibility, which results from the adoption of standing facilities should not lead to serious problems, since the need for foreign exchange interventions will become less urgent for the ECB compared to the situation of pre-EMU national central banks.¹² The two core refinancing instruments can be completed by unlimited marginal and deposit facilities to accommodate shocks in liquidity demand. Limiting the ECB to these instruments would also obey the principle of parsimony, and thus contribute to an understandable and hence credible stance of European monetary policy. This broad concept can be refined according to additional policy goals. Examples would be a preference for underlying assets issued by private agents or a preference for longer-term assets (Tietmeyer 1994).

Our suggestions are a re-mix of different features of present national central bank practice and hence may be regarded as an attempt to exploit different experiences. First, the broadening of underlying assets, e.g. by inclusion of credit draws on French experience, whereas the use of money market papers is common practice in the United Kingdom. Second, the use of the same assets for the collateralization of different facilities extends the German approach, where open market operations, the lombard facility and interbank payments are already based on one deposit with the local *Landeszentralbanken*. Third, the higher relative importance of standing facilities relative to open market operations comes closest to the Netherlands' practice. Fourth, the suggestions concerning the allocation of contingents and the fixing of the interest rate again draw on experience from the Netherlands. Finally, the French institution of the central credit information might serve as an example for the suggested separation of refinancing policy and the monitoring task of the central bank.

The direction of the political debate concerning the use of standing facilities is not entirely clear at the time of writing the final draft of this paper (October 1996). Whereas the outline of possible monetary instruments in EMI (1996, pp. 53 f.) does not mention this particular tool, one Bundesbank official (Krupp 1996) made a strong case in favour of standing facilities. Very recently, the chief economist of the Bundesbank, Otmar Issing (1996, p. 6) expressed the view that open market operations with longer durations (he mentioned three months) would accommodate the needs of smaller banks

¹² In the transition period to a common currency there may be, however, depending on reputational aspects, even an increased need for intervention.

without necessitating the use of fixed contingents. Such a facility would go a long way in the direction advocated in this paper.

VII. Concluding remarks

We want to conclude this paper by pointing to two popular but misleading views concerning the tool-box of the future ECB. The first holds that it may be a good option simply to imitate the instruments of the Bundesbank as far as possible, since this should ensure the highest possible degree of confidence and credibility. A second equally simplifying notion is that there is hardly a need for any other instrument than open market operations, since this is all that is needed to ensure flexibility and hence efficiency of the ECB.

In this paper, we tried to assess the different refinancing policy options of the ECB with respect to the goals of efficiency, competitive neutrality and subsidiarity. Given these goals, the second view is oversimplifying, since it only focusses on efficiency. It also turns out that the plain adoption of any national practice – including the German one – is not in conformity with the results of our analysis. Moreover, this seems neither politically advisable nor are the adjustment costs distributed in a very fair manner.

The discussion of the refinancing policy of the ECB should be seen as a chance to overcome traditional sets of instruments which may be mainly justified by their history. The formulation of a European monetary policy can and therefore should benefit from all national experiences and will hopefully lead to a rational screening process of available refinancing policy options.

References

- Allen, Franklin/Douglas Gale* (1995): A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US, in: *European Economic Review*, Vol. 39, pp. 179 - 209. – *Cottarelli, Carlo/Angeliki Kourelis* (1994): Financial structure, bank lending, and the transmission of monetary policy, in: *IMF Staff Papers*, Vol. 41, No. 4, pp. 587 - 623. – *Cukierman, Alex* (1995): How can the European Central Bank become credible?, Paper presented at the CEPR/Irving Fisher Society-conference “What Monetary Policy for the European Central Bank?” in Frankfurt/M., 9./10.6.1995. – *Deutsche Bundesbank*: Monthly Report, various issues (Page numbers refer to the German edition.). – *Enoch, Charles/Marc Quintyn* (1996): European Monetary Policy: Operating Monetary Policy, in: *Finance & Development*, Vol. 33, No. 3, pp. 28 - 31. – *European Monetary Institute* (1995): Annual Report 1994, Frankfurt/M. – *European Monetary Institute* (1996): Annual Report 1995, Frankfurt/M. – *Fratianni, Michele U./Dominick Salvatore* (eds.) (1993): *Monetary policy in developed countries*, Amsterdam: North-Holland. –

Frazer, William (1994): The central banks, Westport/Connecticut: Praeger. – *Goodhart, Charles/Forrest Capie/Norbert Schnadt* (1994): The development of central banking, in: Capie, Forrest/Charles Goodhart/Stanley Fischer/Norbert Schnadt (eds.): The Future of Central Banking. The Tercentary Symposium of the Bank of England, Cambridge University Press, pp. 1 - 231. – *Goodhart, Charles/Jose Viñals* (1994): Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes, in: J. Fuhrer (ed.): Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy Makers, FRB of Boston, Conference Series, No. 38. – *Gual, Jordi/Damien Neven* (1992): Deregulation of the European Banking Industry (1980 - 1991), CEPR Discussion Paper No. 703. – *Hagen, Jürgen von/Manfred J. M. Neumann* (1995): The strategy of monetary targeting: Can the German experience provide a model for the ECB?, Paper presented at the CEPR/Irving Fisher Society-conference "What Monetary Policy for the European Central Bank?" in Frankfurt/M., 9./10.6.1995. – *Hesse, Helmut/Bernd Braasch* (1994): Zum "optimalen" Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Gahlen, Bernhard/Helmut Hesse/Hans Jürgen Ramser (eds.) (1994): Europäische Integrationsprobleme aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht, Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), pp. 161 - 183. – *Hesse, Helmut/Bernd Braasch* (1996): "Standing facilities" – als geldpolitisches Instrument einer europäischen Notenbank verzichtbar?, in: Peter Bofinger/Karl-Heinz Ketterer (eds.): Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Geldpolitik, Festschrift für Norbert Kloten, Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), pp. 275 - 293. – *Icard, André* (1994): Experience gained with monetary policy instruments in France, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, 13.6.1994, pp. 2 - 6. – *Issing, Otmar* (1994): Experience gained with monetary policy instruments in Germany, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, 13.6.1994, pp. 22 - 28. – *Issing, Otmar* (1996): Aktuelle Fragen der Geld- und Währungspolitik, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, 21.10.1996, pp. 3 - 7. – *Issing, Otmar/Bernd Rudolph* (1988): Der Rediskontkredit – Die geldpolitische Bedeutung und der Einfluß des Rediskontkredits der Deutschen Bundesbank auf die Wettbewerbssituation im Bankensektor, Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag. – *Jarchow, Hans-Joachim* (1995): Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Aussenwirtschaft, Vol. 50, No. 3, pp. 423 - 442. – *Kasman, Bruce* (1992): A Comparison of Monetary Policy Operating Procedures in Six Industrial Countries, in: FRB of New York Quarterly Review, Vol. 17, No. 2, pp. 5 - 24. – *King, Mervyn* (1994): Monetary policy instruments: the UK experience, in: Bank of England Quarterly Bulletin, pp. 268 - 276. – *Kneeshaw, J. T.* (1995): A Survey of non-financial sector balance sheets in industrialised countries: Implications for the monetary policy transmission mechanism, BIS Working Paper No. 25. – *Kneeshaw, J. T./P. Van den Bergh* (1989): Changes in central bank money market operating procedures in the 1980s, BIS Economic Papers No. 23. – *Krupp, Hans-Jürgen* (1996): Zur Entwicklung geldpolitischer Instrumente im Europäischen Währungssystem unter Berücksichtigung der kleineren Geschäftsbanken, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 24.5.1996, pp. 8 - 12. – *Lamfalussy, Alexandre* (1994): Central banking in transition, Peer Jacobsson Lecture, London. – *Menkhoff, Lukas* (1996): Institutsgröße, Offenmarktpolitik und Wettbewerbsneutralität: Ergebnisse einer Befragung von Sparkassen, working paper, Aachen. – *Menkhoff, Lukas* (1997): Monetary Policy Instruments for EMU, Berlin et al.: Springer revised and enlarged edition of: Geldpolitische Instrumente der

Europäischen Zentralbank. Eine Analyse unter den Aspekten Effizienz, Wettbewerbsneutralität und Dezentralität, Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag, 2. ed., 1996. – *Mishkin*, Frederic S. (1994): Preventing financial crises: An international perspective, NBER Working Paper No. 4636. – *Monticelli*, Claudio/José *Vinals* (1993): European monetary policy in stage three: What are the issues?, CEPR Occasional Paper No. 12. – *Poole*, William (1970): Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, pp. 197 - 216. – *Rich*, Georg (1995): Does the European Central Bank need minimum reserves?, Paper presented at the CEPR/Irving Fisher Society-conference "What Monetary Policy for the European Central Bank?" in Frankfurt/M., 9./10.6.1995. – *Schmidt*, Reinhard H./Marcel *Tyrell* (1996): Financial Systems, Corporate Finance, and Corporate Governance, in: European Financial Management, Vol. 3, forthcoming. – *Schulmann*, Horst (1994): Europäische Zentralbank: Das Frankfurter Modell für die europäische Geldpolitik, in: Landesbank Hessen-Thüringen (ed.), Finanzplatz Frankfurt, Frankfurt: Fritz Knapp Verlag, pp. 19 - 33. – *Stiglitz*, Joseph E. (1992): Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies, in: European Economic Review, Vol. 36, pp. 269 - 306. – *Tietmeyer*, Hans (1994): Monetary policy instruments: National experiences and European perspectives, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, 13.6.1994, pp. 1 - 2. – *Vanhoose*, David D. (1994): Optimal choice of monetary policy instruments when policymaking is costly, in: Atlantic Economic Journal, Vol. 22, No. 4, December, pp. 1 - 12. – *Wellink*, Arnout (1994): Experience gained with monetary policy instruments in the Netherlands, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, 13.6.1994, pp. 6 - 15

Summary

Refinancing policy options of the European Central Bank

The exact design of the refinancing policy procedures of the future European Central Bank has been left quite broad by the Maastricht treaty. Hence, after a short description of the alternative refinancing policies in the European countries, we analyse the relative merits of these instruments. Whereas the discussion is dominated by the criterion of the efficiency of monetary policy, we also analyse the compatibility of the instruments with competitive neutrality and the Europe-specific goal of subsidiarity. Although the efficiency of the instruments is the most important consideration, we argue that a mix of different refinancing instruments can be used in order also to meet the two other criteria. The efficiency criterion – especially the flexibility of monetary policy reactions and the clear communication of policy signals to the markets – suggests the use of open market operations as currently employed by the Bundesbank. However, in order to achieve competitive neutrality towards smaller banks, standing facilities or at least long-run repurchase agreements should be adopted. This recommendation is backed by the fact that only a relatively small proportion of the German banks actually participates in repurchase agreements. The criterion of competitive neutrality towards different financial centres and financial assets should lead to the adoption of a broad range of papers admissible for the collateralization of repos. Subsidiarity cannot have any strong role in the context of the European Central Bank, since the whole exercise of EMU is about

delegating monetary policy competence to the supra-national level. However, permanent refinancing contingents could be run at a national level, whereas repos do not lend themselves to a decentralized management. The case for a standing facility as a complement to open market operations does not imply that the European Central Bank should continue with the German practice of giving away these contingents at a subsidised interest rate (discount rate). To summarize, in this paper we argue that the exclusive reliance on open market operations (plus deposit and lombard facilities to define the lower and upper bound of the interest rate corridor) unnecessarily restricts attention to efficiency considerations. The complementary use of standing facilities is desirable from the perspective of competitive neutrality and subsidiarity of monetary policy.

Anhang

Meinungen von Studenten der Wirtschaftswissenschaften zur Europäischen Währungsunion – Ergebnisse einer Dresdner Befragung

Von Michael Graff, Dresden¹

I. Einführung

Die wirtschaftswissenschaftliche Literatur zur geplanten Europäischen Währungsunion (EWU) hat mittlerweile einen stattlichen Umfang angenommen,² und es vergeht kaum ein Tag, an dem der am Zeitgeschehen interessierte Leser, Radiohörer oder Fernsehzuschauer nicht mit Analysen und mehr oder weniger begründeten Meinungen zur EWU konfrontiert wird. Nach Jahren weitgehenden Desinteresses an den Konsequenzen der Maastrichter Beschlüsse vom 7. Februar 1992 hat also in letzter Zeit auch eine allgemeine öffentliche Diskussion eingesetzt. Dabei zeigen die zahlreichen zu diesem Thema publizierten Ergebnisse von Meinungsumfragen, daß die Bevölkerung der Bundesrepublik die EWU im ganzen eher skeptisch beurteilt.

Die Diskussion unter Wirtschaftswissenschaftlern unterscheidet sich erwartungsgemäß von der unter interessierten Nichtökonomern, da hier zumindest die auf Unwissen oder krasser Fehlinformation zurückführbaren Argumentationsmuster³ in der Regel keine Beachtung finden. Davon abge-

¹ Der Verfasser dankt Herrn Prof. Karmann für hilfreiche Anmerkungen und Verbesserungsvorschläge.

² Vgl. z.B. *P. Bofinger* (Hrsg.), *Der Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion in Europa*, Wiesbaden 1990; *P. Bofinger, S. Collignon und E.-M. Lipp* (Hrsg.), *Währungsunion oder Währungschaos*, Wiesbaden 1993; *R. Caesar und H. E. Scharrer*, *Maastricht – Königsweg oder Irrweg zur Wirtschafts- und Währungsunion*, Bonn 1994; *H.-H. Francke*, *Zu den Auseinandersetzungen über Konzept und Instrumentarium einer zukünftigen Zentralbank*, *Dresdner Beiträge zur Volkswirtschaftslehre* Nr. 12/96; *P. De Grauwe*, *Alternative Strategies Towards Monetary Union*, in: *European Economic Review*, Vol. 39/1995: 483 - 491.

³ Viele der von den Redaktionen deutscher Tageszeitungen zum Abdruck als Leserbrief ausgewählten Zuschriften offenbaren z.B., daß die Einsender sehr unzureichend oder falsch über die geplante EWU informiert sind und diese mit einer Währungsreform wie 1923/24 oder 1948 verwechseln. Daher verwundert es nicht, daß große Sorgen hinsichtlich für den Einzelnen ökonomisch weitgehend irrelevanter Fragen, wie etwa des Umtauschsatzes, bestehen.

sehen ist aber im Fall der EWU der Unterschied zwischen der Fach- und der Laiendiskussion weniger ausgeprägt als in anderen wirtschaftstheoretischen oder -politischen Problemfeldern.

Der Grund dafür liegt wohl darin, daß die Wirtschaftstheorie zur Frage einer Währungsunion souveräner Einzelstaaten bis heute kaum schlüssige Antworten zu geben in der Lage ist: Der am besten ausgearbeitete Teilbereich der Volkswirtschaftslehre zur Frage von Währungsunionen – die Theorie optimaler Währungsräume⁴ – ist auf den Fall der EWU nicht ohne weiteres anwendbar,⁵ und darüber hinaus liegen systematische Erkenntnisse nur in Ansätzen vor.⁶

Empirisch sieht es kaum besser aus: Für eine Währungsunion souveräner marktwirtschaftlicher Einzelstaaten mit reinen Papierwährungen⁷ gibt es historisch keinen Präzedenzfall: Die staatliche Emission von reinem Papiergeld in „normalen“ Zeiten ist erst seit dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems 1971 verbreitet und insofern selbst noch als ein wirtschaftspolitisches Experiment anzusehen.

Im wesentlichen lassen sich zwei wirtschaftspolitische Positionen identifizieren, die ökonomistische der *Krönungstheoretiker* und die monetäre der

⁴ Als Kriterien für einen optimalen Währungsraum werden herkömmlicherweise genannt: die Faktormobilität (R. A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, Vol. 51/1961: 657 - 665), der außenwirtschaftliche Offenheitsgrad (R. I. McKinnon, Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, Vol. 53/1963: 717 - 725), die binnenwirtschaftliche Diversifikation (P. B. Kenen, The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, in: R. A. Mundell and A. K. Swoboda (eds.), Monetary Problems of the International Economy, Chicago 1969: 41 - 60) sowie die Finanzmarktintegration der möglichen Teilnehmerländer (J. C. Ingram, The Theory of Optimum Currency Areas, in: Canadian Journal of Economics, Vol. 73/1959: 619 - 623).

⁵ Problematisch ist z.B. die implizite Annahme der Flexibilität von Preisen und Löhnen, die in der Praxis verletzt sein dürfte.

⁶ Als weitere Kriterien für optimale Währungsräume werden heute vor allem die fiskalpolitische Disziplin und Koordination sowie die Ähnlichkeit der Inflationsraten auf möglichst niedrigem Niveau gefordert – so auch in den Maastrichter *Konvergenzkriterien*. Über den wirtschaftstheoretischen Gehalt dieser Kriterien im Hinblick auf eine mögliche Währungsintegration herrscht jedoch unter Volkswirten keine Einigkeit; vgl. H.-H. Francke, a.a.O., S. 11 ff.; R. Schweickert, Die finanzpolitischen Beitrittsbedingungen zur EWU – effizient, notwendig, hinreichend, relevant? In: Wirtschaftsdienst 1996/X: 529 - 532.

⁷ Ungedecktes staatliches Papiergeld wurde zunächst ausnahmslos in der Folge von Krisen, Kriegen und Revolutionen in Umlauf gebracht. Diese – allesamt nach kurzer Zeit durch schnelle Geldentwertungen gescheiterten und mit der Wiedereinführung einer Metallwährung beendeten – Notmaßnahmen und Experimente mit Papiergeld trugen dazu bei, dem *fiat money* seinen „verdientermaßen schlechten Ruf“ (M. Friedman, Money Mischief. Episodes in Monetary History, San Diego, 1994: 45) zu schaffen.

Grundsteintheoretiker: Während die Krönungstheoretiker die EWU erst als letzten Schritt des ökonomischen Zusammenwachsens der EU-Staaten *nach* dem Erreichen weitestgehender ökonomischer Konvergenz befürworten, gehen die Grundsteintheoretiker davon aus, daß eine Währungsunion von sich aus zu ökonomischem Zusammenwachsen und Konvergenz führen wird. Viele der in der vorgebrachten Argumente lasen sich allerdings sowohl *für* als auch *gegen* den für 1999 vorgesehenen Beginn der EWU heranziehen:

- eine durch den direkten Preisvergleich erhöhte innereuropäische Faktorzwanderung verbessert einerseits die Allokationseffizienz im EU-Raum, andererseits ist damit ggf. auch eine aus ethnozentrisch/nationaler Sicht unerwünschte Zunahme der internationalen Arbeitsmigration verbunden,⁸
- beim aktuellen Wohlstandsgefälle könnte der direkte Einkommensvergleich im EU-Raum zu einer Erhöhung der internationalen Transfers führen, was zwar aus Gründen einer *europäischen* Verteilungsgerechtigkeit wünschenswert wäre, nicht aber aus Sicht der voraussichtlichen Nettozahler,
- die EWU würde einerseits zwischen den Teilnehmerstaaten zu einem Wegfall des Währungsrisikos führen, andererseits aber auch zum Wegfall der Möglichkeit des Währungswettbewerbs zwischen den betroffenen Währungen,
- die EWU würde durch den Wegfall des Wechselkurses aus Sicht der Befürworter zu einem disziplinierenden Wegfall der Möglichkeit von *Realignments* als Instrument der Wirtschaftspolitik führen, während die EWU-Gegner vor einem übereilten Verzicht auf dies traditionelle wirtschaftspolitische Instrument zur Korrektur von internationalen Ungleichgewichten warnen,
- ein voreiliger Verzicht auf die EWU würde die europäische Einigung schädigen und könnte zu einer *Renationalisierung* der Politik führen, ebenso aber das Scheitern einer voreiligen Währungsunion,
- die Verhinderung des Zugriffs der Regierungen der EWU-Teilnehmerländer auf den Zentralbankkredit zur Finanzierung von Budgetdefiziten wird aus Sicht der Befürworter zu einer Konsolidierung der öffentlichen Haushalte führen, wogegen die Skeptiker eine Gefährdung der Preisniveausta-

⁸ Das Kriterium der Faktormobilität ist – insbesondere was den „Faktor Arbeit“ angeht – stark wertbehaftet: Während eine hohe räumliche Faktormobilität in der akademischen Diskussion als Mittel zur Erhöhung der Gesamtwohlfahrt eines Gebietes allgemein befürwortet wird (man vergleiche das ungeteilte Lob, welches dem Umzugsverhalten der Arbeitnehmer in den USA zuteil wird), stößt der Zuzug von Arbeitnehmern aus Gebieten mit niedrigerem Lohnniveau seitens der Alteingesessenen und ihren politischen Wortführern häufig (und dabei in der Regel in Verbindung mit ethnozentristisch/nationaler Rhetorik) auf Ablehnung.

bilität in der EWU durch möglicherweise unsolide Budgetfinanzierungen einzelner Teilnehmerstaaten befürchten.

Unter den deutschen Wirtschaftswissenschaftlern sind vermutlich die Skeptiker, die sich auf die vorsichtige Position zurückziehen, der zweifellos verbesserungswürdige, aber dennoch im ganzen erträgliche *status quo* der europäischen Währungsverfassung sei einem wirtschaftspolitischen Experiment mit fraglichem, für die deutsche Volkswirtschaft möglicherweise nachteiligem, unter Umständen sogar für das gesamte EU-Gebiet katastrophalem Ausgang vorzuziehen, eher in der Überzahl.

Angesichts des Fehlens eines relevanten und konsistenten theoretischen Bezugsrahmens und der Ambivalenz der vorgebrachten Argumente ist es aber nicht verwunderlich, daß nicht nur in der *allgemeinen* Diskussion zur EWU, sondern auch unter *Ökonomen* uneinheitliche Meinungen vertreten werden.⁹

Ausgangspunkt der vorliegenden Untersuchung ist nun folgende Überlegung: Angesichts der häufig mit starken Emotionen, aber schwachen Argumenten geführten und durch die Massenmedien vermittelten öffentlichen Diskussion ist erkennbar, daß die persönlichen Urteile über die EWU im allgemeinen weniger von ökonomischen Sachargumenten als von politisch-ideologischen Einstellungen bestimmt werden. Könnte es nun sein, daß *auch bei Fachleuten* die persönlichen Urteile über die EWU in erster Linie von *a priori* feststehenden politisch-ideologischen Werturteilen und weniger vom ökonomischen Sachverstand diktiert werden?

Die Auswertung einer unter Studenten der Wirtschaftswissenschaften durchgeführten Befragung erlaubt zumindest in Teilen eine vorsichtige Antwort auf diese Frage: Die Zustimmung oder Ablehnung zur EWU hängt danach anscheinend weniger von außerökonomischen Werturteilen als von ökonomischen Einschätzungen ab. Deutliche Unterschiede zeigen sich dagegen in Abhängigkeit von der ökonomischen Spezialisierung, der Herkunft (Ost/West) und dem Geschlecht der Befragten.

II. Die Befragung

Die hier vorgestellte Befragung erfolgte im Januar 1997 im Rahmen der Vorlesung „Allgemeine Volkswirtschaftslehre: Geld und Währung“ an der Fakultät Wirtschaftswissenschaften der TU Dresden. Adressaten der Vorle-

⁹ Daß ökonomische Lehren in (mindestens) zwei konkurrierende Schulen zerfallen ist die Regel und daher kaum bemerkenswert; dahinter stehen dann aber meist relativ konsistente Theorien, anhand derer einzelne Aussagen evaluiert werden können. Im Falle der EWU fehlt dagegen die vertraute Kohärenz klar identifizierbarer ökonomischer Schulen, so daß hier – wie mir scheint – mehr als sonst auf „Alltagswissen“ und außerökonomisch motivierte Werturteile zurückgegriffen wird.

sung waren Ökonomie-Studenten des 5. Semesters. Grundlegende Kenntnisse und Denkweisen der Volkswirtschaftslehre dürften also als bekannt vorausgesetzt werden. Die Stichprobe erfaßt also nicht *Laien*, sondern *Ökonomen*.

Um die Beeinflussung der Ergebnisse zu minimieren, erfolgte die Befragung als Auftakt zum Themenkomplex der monetären Außenwirtschaftstheorie, d. h., *bevor* in der Vorlesung Fragen der intentionalen Währungsordnung behandelt wurden. Da es sich um eine allgemeine curriculare („examensrelevante“) Vorlesung handelte, dürfte nicht mit einem *selection bias* bezogen auf die Dresdner Studenten der Wirtschaftswissenschaften zu rechnen sein. Von den in der Vorlesung verteilten Fragebögen wurden 122 – davon 119 vollständig ausgefüllt – abgegeben. Durch die Vorlesungssituation konnte dabei ein Rücklauf von fast 100% erreicht werden, so daß eine Autoselektion innerhalb der Stichprobe der Befragten weitgehend ausgeschlossen werden kann.¹⁰

Der Fragebogen¹¹ enthält neben drei Fragen zur Person (Studienfach, Herkunft, Geschlecht) die folgenden Aussagen zur EWU, die anhand einer 5-stufigen *Likert*-Skala zu bewerten waren:¹²

1. Ich bin dafür, daß die EWU 1999 realisiert wird.
2. Die EWU wird der deutschen Volkswirtschaft mehr schaden als nutzen.
3. Die EWU wird den übrigen Teilnehmerländern mehr nutzen als der Bundesrepublik Deutschland.
4. Die EWU wird einen starken Währungsblock gegenüber dem Rest der Welt bilden.
5. Die Auslegung der Konvergenzkriterien sollte möglichst streng sein.
6. Die EWU ist ein positiver Beitrag zur sozialen und politischen Integration Europas.
7. Abgesehen von allen theoretischen Erwägungen bedauere ich, daß die DM durch den „Euro“ abgelöst werden soll.
8. Die EWU ist im Grunde eine gute Sache, aber bei der praktisch-ökonomischen Umsetzung sollte man anders verfahren.
9. Die Zustimmung zur EWU war der Preis, den die Deutschen 1990 für die Einheit zahlen mußten.
10. Ich verspreche mir von der EWU persönlichen Nutzen.

¹⁰ Die Zusammensetzung der Stichprobe ist im Anhang 6.1 wiedergegeben.

¹¹ Der Fragebogen ist im Anhang 6.2 wiedergegeben.

¹² Zur besseren Interpretierbarkeit wurde für die Auswertung die im Fragebogen verwendete Skala (von 1 für maximale Zustimmung bis 5 für maximale Ablehnung) mit $y = -(x - 3)$ transformiert, so daß nach der Transformation Neutralität durch 0, maximale Zustimmung durch +2 und maximale Ablehnung durch -2 repräsentiert wird.

Die Zusammenstellung der Aussagen ist wie folgt motiviert: Die Einstellung für oder wider die EWU wird in der Aussage 1 direkt abgefragt. Die Aussagen 2 bis 9 decken dagegen verschiedene der möglicherweise in die individuelle Urteilsbildung einfließenden Argumentations- und Einstellungsmuster ab, und zwar die vermuteten Motivationskomplexe „individuelles Nutzenkalkül“, „makroökonomische Rationalität“, „DM-Nationalismus“ und „europäischer Patriotismus“.

III. Ergebnisse

Die Mittelwerte, Standardabweichungen und Fallzahlen der Bewertungen der 10 Aussagen auf der *Likert*-Skala sind in der Tabelle 1 wiedergegeben.

Tabelle 1
Meinungen zur EWU (deskriptive Statistik)*

Aussage	Mittelwert	St.abw.	<i>n</i>
1 Für planmäßigen Beginn der EWU 1999	-0,04	1,46	122
2 EWU nützt der deutschen Wirtschaft	-0,16	1,14	122
3 Die EWU nützt anderen mehr als Deutschland	0,48	1,17	122
4 Die EWU wird ein starker Währungsblock	0,52	1,08	122
5 Bin für strenge Auslegung der Kriterien	1,21	1,10	121
6 Die EWU dient der europäischen Integration	0,93	1,07	122
7 Ich bedauere, daß DM dem Euro weicht	0,34	1,39	122
8 Die EWU sollte anders gemacht werden	0,30	1,04	122
9 Die EWU ist Preis für die deutsche Einheit	-1,26	1,08	121
10 Die EWU nützt mir persönlich	-0,16	1,18	121

* maximale Zustimmung = +2, maximale Ablehnung = -2.

Von Interesse ist zunächst, ob zwischen den verschiedenen Teilgruppen der Stichprobe Unterschiede bestehen. Die verschiedenen Untergruppen der Stichprobe sind allerdings sehr ungleich besetzt,¹³ so daß hier nur die Gruppen der Studenten der Betriebswirtschafts- und Volkswirtschaftslehre, der Studenten aus den neuen und alten Bundesländern sowie der weiblichen und männlichen Studenten verglichen werden. Die Ergebnisse dieses Vergleich und der jeweilige Betrag des *t*-Wertes für den Test auf Gleichheit der

¹³ Vgl. Anhang 6.1.

Mittelwerte in den gegenübergestellten Gruppen sind in der Tabelle 2 wiedergegeben.

Tabelle 2
Mittelwerte und t-Werte für die Teilgruppen*

Aussage	BWL	VWL	<i>t</i>	Ex-DDR	Ex-BRD	<i>t</i>	fem.	mask.	<i>t</i>
1	-0,12	1,11	2,43	-0,05	0,25	0,57	-0,47	0,33	3,15
2	-0,11	-0,56	1,14	-0,20	-0,13	0,18	0,00	-0,33	1,63
3	0,57	0,22	0,83	0,47	0,88	0,95	0,49	0,50	0,08
4	0,47	1,00	1,42	0,56	0,25	0,84	0,46	0,63	0,92
5	1,26	1,00	0,70	1,27	0,38	2,27	1,07	1,35	1,42
6	0,89	1,44	1,60	0,95	0,75	0,49	0,84	1,02	0,88
7	0,38	-0,56	1,92	0,36	-0,25	1,21	0,49	0,19	1,19
8	0,35	-0,22	1,62	0,28	0,25	0,08	0,51	0,10	2,23
9	-1,26	-0,55	1,84	-1,28	-1,00	0,70	-1,07	-1,44	1,85
10	-0,24	0,78	2,55	-0,21	0,50	1,64	-0,40	0,05	2,10

* Die signifikanten Unterschiede ($p \leq 0,05$) sind hervorgehoben.

Tabelle 2 zeigt, daß zwischen den verglichenen Teilgruppen in bezug auf die Einstellung zur EWU deutliche Unterschiede bestehen. Zwar sind nur einige dieser Unterschiede statistisch signifikant; da jedoch auch die nicht-signifikanten Unterschiede in der Tendenz der Einstellungen zur EWU mit den signifikanten übereinstimmen, sind die folgenden Schlüsse möglich:

1. Die Dresdner Studenten der Betriebswirtschaftslehre sehen die EWU kritischer als die Studenten der Volkswirtschaftslehre,
2. die Dresdner Studenten aus den neuen Bundesländern sehen die EWU kritischer als die Dresdener Studenten aus den alten Bundesländern,
3. die Dresdner Studentinnen sehen die EWU kritischer als die Studenten.

Ob die Dresdner Ökonomie-Studenten als typisch für die deutschen Ökonomie-Studenten insgesamt, oder vielleicht sogar für die deutschen Ökonomen angesehen werden können, ist eine offene Frage; und auch angesichts der geringen Fallzahlen von befragten VWL-Studenten und Studenten aus den alten Bundesländern ist trotz statistischer Signifikanz vor Verallgemeinerungen besondere Vorsicht am Platze. So sei dahingestellt, ob der erkennbare *bias* der Dresdner VWL-Studenten für die EWU etwas mit der Makro-Orientierung ihres Studienfachs zu tun, oder andere Gründe hat. Die stärkeren Vorbehalte der Studenten aus der ehemaligen DDR gegenüber der

„Abschaffung“ der in den neuen Bundesländern erst vor kurzem eingeführten DM entsprechen vielleicht schon eher allgemeinen Erwartungen, obwohl hier bedacht werden sollte, daß die befragte Vergleichsgruppe der Studenten aus den alten Bundesländern sicher nicht typisch für diese Gruppe im allgemeinen ist, da es sich um Studenten handelt, die an einer Universität der ehemaligen DDR studieren, was vielleicht im Vergleich mit ihren Kommilitonen in Westdeutschland eine erhöhte Aufgeschlossenheit gegenüber Unbekanntem implizieren könnte. Für eine inhaltliche Deutung des dritten Befunds – der stärkeren Ablehnung der EWU seitens der Studentinnen – liegt es vielleicht nahe, auf ein geschlechtsspezifisch tendenziell stärkeres Festhalten am Bestehenden zu verweisen; ganz zufriedenstellen kann ein solcher Erklärungsversuch aber nicht, da das behauptete Geschlechtsspezifische dann selber erklärungsbedürftig wäre.¹⁴

Der nächste Analyseschritt besteht in der Suche nach den grundlegenden Einstellungen und Motiven, die möglicherweise für das Antwortverhalten der Befragten verantwortlich sein könnten. Zur Identifizierung grundlegender Argumentations- und Einstellungsmuster („Faktoren“) innerhalb einer Fragebatterie von k Statements können faktoranalytische Analyseverfahren herangezogen werden.¹⁵ Dabei stehen, je nach Datenqualität und Verteilungscharakteristik, verschiedene Techniken zur Verfügung. Für die vorlie-

Tabelle 3
Faktorenanalyse Aussagen 2 - 10: Faktorextraktion*

Variable	Kommunalität	Faktor	Eigenwert	Varianz	kumuliert
Aussage 2	0,67	1	2,41	26,8%	26,8%
Aussage 3	0,68	2	1,48	16,4%	43,2%
Aussage 4	0,58	3	1,26	14,0%	57,2%
Aussage 5	0,71	4	1,05	11,7%	68,9%
Aussage 6	0,58	5	0,69	7,7%	76,6%
Aussage 7	0,69	6	0,66	7,3%	83,8%
Aussage 8	0,77	7	0,58	6,4%	90,3%
Aussage 9	0,76	8	0,48	5,4%	95,6%
Aussage 10	0,77	9	0,39	4,4%	100,0%

* Die nach dem Eigenwertkriterium extrahierten Faktoren sind hervorgehoben.

¹⁴ An dieser Stelle sei dazu nur allgemein auf die umfangreiche Literatur der *gender studies* verwiesen.

¹⁵ Die Faktorenanalyse wird in der ökonomischen Literatur ausführlich behandelt; vgl. z.B. J. Johnston, *Econometric Methods*, 3. Aufl., New York 1984: 536 ff.

gende Untersuchung wird auf das Standardverfahren – die Hauptkomponentenanalyse – zurückgegriffen. Dabei werden alle Faktoren mit *Eigenwerten* über 1,0 extrahiert, d. h. die Faktoren, welche einen größeren Anteil als $1/k$ (mehr als eine durchschnittliche Variable) der Gesamtvarianz des Datensatzes auf sich ziehen. Im Hinblick auf den weiteren Gang der Untersuchung ist hervorzuheben, daß die extrahierten Faktoren intervallskaliert sind und daher in OLS-Regressionsanalysen als Variablen verwendet werden können.

Nach diesem Verfahren ergeben sich hier 4 Faktoren, die zusammen knapp 70% der Gesamtvarianz der Aussagen 2 bis 10 erklären. Die Kommunalitäten (Anteile der durch die extrahierten Faktoren erklärten Varianz der Einzelaussagen) liegen dabei alle deutlich über 50%, so daß keines der *statements* im Rahmen der Fragebatterie als „Ausreißer“ anzusehen ist.

Zur Analyse der Faktorstruktur ist die (nach dem Varimax-Verfahren) rotierte Faktorladungsmatrix heranzuziehen. Konventionellerweise werden dabei nur „hohe“ Ladungen mit einem Betrag ab etwa 0,5 betrachtet. Danach ergibt sich hier eine klare Faktorstruktur: 8 von 9 Variablen sind nur einem Faktor zuzuordnen, lediglich die Aussage 6 ist relativ hoch mit 2 Faktoren korreliert (vgl. Tabelle 4).

Tabelle 4
Faktorenanalyse: rotierte Ladungsmatrix*

Aussage	Faktor 1	Faktor 2	Faktor 3	Faktor 4
10	0,85	-0,16	0,15	-0,14
7	-0,80	0,17	0,12	0,03
8	-0,04	0,87	0,08	-0,09
2	-0,19	0,74	-0,16	0,24
5	-0,24	0,23	0,77	-0,02
4	0,16	-0,16	0,73	-0,01
6	0,51	-0,14	0,55	-0,01
9	0,42	-0,10	-0,05	0,86
3	-0,23	0,25	0,05	0,75

* Die Ladungen mit absoluten Werten $\geq 0,5$ sind hervorgehoben.

Welche inhaltliche Interpretation ist für die 4 Faktoren möglich? Faktor 1 ist hoch mit den Aussagen 10 und 7 sowie – allerdings deutlich schwächer – mit der Aussage 6 korreliert. Die Aussagen 10 und 7 drücken betont subjektive Einschätzungen bezüglich des erwarteten Nutzens durch die EWU (Aussage 10) bzw. des entgangenen „psychologischen“ Nutzens bei Ver-

zucht auf die DM (Aussage 7) aus, ohne ansonsten bestimmte Konnotationen aufzuweisen. Die mit den Faktoren 1 und 3 korrelierte Aussage 6, die mit ihrer eine integrative Europa-Vorstellung betonenden Formulierung vermutlich emotional stark positiv besetzt sein dürfte, drückt dabei zwar nicht einen persönlichen Nutzen im Sinne der Aussage 10 aus, wohl aber einen „psychologischen“ Nutzen im Sinne der Aussage 7. Daher erscheint für den Faktor 1 die Bezeichnung „persönlicher Nutzen“ angemessen.

Faktor 2 ist hoch mit den Aussagen 8 und 2 korreliert, die volkswirtschaftliche Überlegungen repräsentieren. Eine Zustimmung zu den Aussagen 8 und 2 drückt dabei durch volkswirtschaftliche Betrachtungen begründete Vorbehalte gegenüber der EWU aus. Daher wird für diesen Faktor die Bezeichnung „volkswirtschaftliche Skepsis“ gewählt.

Faktor 3 ist hoch mit den Aussagen 5 und 4 korreliert. Die Aussagen 5 und 6 betonen die Erwartung innereuropäischer Konvergenz bei gleichzeitig starkem und geschlossenem Auftreten nach außen; das exklusive „Wir-Gefühl“ umfaßt dabei also nicht nur „Deutschland“, sondern „Europa“. Für eine solche Interpretation spricht auch, daß dieser Faktor zudem – wenn gleich etwas schwächer – mit der Aussage 6, welche den Gedanken der sozialen und politischen Integration Europas ausspricht, korreliert ist. Faktor 3 erhält daher die Bezeichnung „Europa-Patriotismus“.

Faktor 4 ist hoch mit den Aussagen 9 und 3 korreliert, welche die deutsche Zustimmung zur EWU als politischen Preis für die Zustimmung des Auslands zur deutschen Vereinigung ansehen, d.h. als volkswirtschaftlich abträglich, aber um 1990 unvermeidlich. Dafür wird hier die Bezeichnung „DM-Nationalismus“ gewählt.

Die faktoranalytische Untersuchung der grundlegenden Einstellungen und Motive der Befragten ergibt also im ganzen plausibel interpretierbare Ergebnisse.

Für die 120 Befragten, welche die Fragen 2 - 10 vollständig beantwortet haben, werden nun die individuellen Faktorwerte berechnet und in einem multiplen Regressionsansatz zur Erklärung der generellen Zustimmung/Ablehnung der EWU, wie sie in der Frage 1 zum Ausdruck kommt, als erklärende Variablen herangezogen. Die Ergebnisse der entsprechenden OLS-Regression der Variable „Aussage 1“ auf die 4 extrahierten Faktoren sind in der Tabelle 5 wiedergegeben.

Tabelle 5 zeigt, daß 50% der Varianz der endogenen Variable durch die 4 extrahierten Faktoren erklärt werden; genauer: durch die Faktoren 1 und 2, denn die Regressionskoeffizienten der Faktoren 3 und 4 sind nicht signifikant von Null verschieden. Die Koeffizienten der Faktoren 1 und 2 sind dagegen hochsignifikant und implizieren, daß die Erhöhung (Verminderung) des individuellen Wertes des Faktors 1 (des Faktors 2) eine Erhöhung der

Tabelle 5
Determinanten der Zustimmung zur EWU (Regression 1)*

Endogene Variable: Zustimmung zur EWU (Aussage 1)		
Variable	Koeffizient	t-Wert
Konstante	-0,04	-0,43
<i>Faktor 1</i>	0,75	7,77
<i>Faktor 2</i>	-0,69	-7,13
Faktor 3	0,14	1,46
Faktor 4	-0,13	-1,33
$R^2 = 0,50, n = 120$		
Faktor 1: „persönlicher Nutzen“		
Faktor 2: „volkswirtschaftliche Skepsis“		
Faktor 3: „Europa-Patriotismus“		
Faktor 4: „DM-Nationalismus“		

* Die signifikanten Beziehungen ($p \leq 0,05$) sind hervorgehoben.

in Aussage 1 ausgedrückten Zustimmung zur EWU erwarten läßt. Entscheidend für die Zustimmung zur EWU sind in der untersuchten Stichprobe also der erwartete persönliche Nutzen sowie das Ausmaß der volkswirtschaftlichen Skepsis, nicht aber nationale oder europäisch-patriotische Motive.

Gibt die Stichprobenverteilung der in den 4 Faktoren zum Ausdruck kommenden Einstellungsmuster auch eine Erklärung für die in der Tabelle 2 festgestellten Unterschiede der Zustimmung der verschiedenen Teilgruppen zu EWU? Mit anderen Worten, ist bei den VWL-Studenten, den westdeutschen Studenten und den männlichen Studenten der Faktor 1 stärker und/oder der Faktor 2 schwächer als bei den BWL-Studenten, den ostdeutschen Studenten und den Studentinnen, so daß die Gruppenzugehörigkeit für den Grad der Zustimmung zur EWU keinen eigenständigen Erklärungsgehalt mehr aufweist, wenn man ein Kontrolle der Faktorwerte vornimmt? Die Tabelle 6 zeigt die Mittelwerte der 4 Faktoren für die untersuchten Teilgruppen und die Beträge der t-Werte für den Test auf Gleichheit zwischen den Gruppen.¹⁶

¹⁶ Da die Richtung der Auswirkung der Faktoren 1 und 2 auf die Zustimmung zur EWU gesichert ist, werden für die Mittelwertunterschiede der Faktoren 1 und 2 einseitige Signifikanztest herangezogen.

Tabelle 6
Mittelwerte und t-Werte für die Teilgruppen*

Faktor	BWL	VWL	<i>t</i>	Ex-DDR	Ex-BRD	<i>t</i>	fem.	mask.	<i>t</i>
1	-0,06	0,86	2,78	-0,04	0,63	1,83	-0,09	0,08	0,91
2	0,06	-0,47	1,58	-0,03	0,07	0,31	0,15	-0,16	1,70
3	-0,01	0,16	0,51	0,06	-0,65	1,98	-0,13	0,16	1,59
4	0,03	0,44	1,17	-0,02	0,38	1,07	0,10	-0,08	0,96

* Die signifikanten Unterschiede ($p \leq 0,05$) sind hervorgehoben.

Aus der Tabelle 6 ist ersichtlich, daß es erwartungsgemäß systematische Unterschiede zwischen den Faktorwerten der untersuchten Teilgruppen gibt. So sind die Werte des Faktors 1 („persönlicher Nutzen“) bei den VWL-Studenten, den westdeutschen Studenten und den männlichen Studenten – d.h. den EWU-Befürwortern – deutlich höher als bei den BWL-Studenten, den ostdeutschen Studenten und den Studentinnen; in den ersten beiden Fällen sogar signifikant höher. Auch der 2. Faktor („volkswirtschaftliche Skepsis“) variiert systematisch zwischen verschiedenen Teilgruppen: Die Werte der Studentinnen zeigen eine signifikant höhere Skepsis als die der Studenten, und die BWL-Studenten sind skeptischer als die VWL-Studenten, auch wenn dieser Unterschied knapp das konventionelle 5-Prozent-Signifikanzkriterium verfehlt. Keinen Unterschied macht beim 2. Faktor die Herkunft der Studenten.

Die Ausprägungen der Werte der für die Zustimmung zur EWU entscheidenden Faktoren 1 und 2 könnten also in der Tat eine Erklärung für die unterschiedliche Zustimmung zwischen den Teilgruppen liefern, denn jeder der 3 Gruppenvergleiche zeigt einen signifikanten Mittelwertunterschied mit dem „richtigen“ Vorzeichen für einen der beiden Faktoren.¹⁷

Wenn die extrahierten Faktoren allerdings im Rahmen des hier analysierten Datensatzes eine erschöpfende Erklärung für den Grad der Zustimmung zur EWU liefern sollten, dürften die Gruppenzugehörigkeiten darüber hinaus keine Erklärungsbeiträge leisten. Zur Überprüfung dieser Frage wird die Regression aus Tabelle 5 unter Hinzunahme von 3 Dummyvariablen – „VWL“, „Ex-BRD“ und „weiblich“ – wiederholt. Diese Dummyvariablen sind

¹⁷ Die Faktoren 3 und 4 („Europa-Patriotismus“ und „DM-Nationalismus“) sind zwar in der untersuchten Stichprobe nicht für die generelle Zustimmung zur EWU von Belang; ein interessantes Ergebnis ist dennoch, daß die Studenten aus den neuen Bundesländern einen signifikant höheren „Europa-Patriotismus“ aufweisen als ihre in Dresden studierenden Kommilitonen aus den alten Bundesländern.

so definiert, daß sie den Wert „1“ annehmen, wenn es sich um VWL-Studenten, Studenten aus den alten Bundesländern bzw. um Studentinnen handelt. In allen anderen Fällen ist der Wert der Dummyvariablen „0“. Das Ergebnis der auf diese Weise modifizierten Regressionsschätzung zeigt die Tabelle 7.

Tabelle 7
Determinanten der Zustimmung zur EWU (Regression 2)*

Endogene Variable: Zustimmung zur EWU (Aussage 1)		
Variable	Koeffizient	t-Wert
Konstante	0,18	1,25
<i>Faktor 1</i>	0,72	7,31
<i>Faktor 2</i>	-0,65	-6,66
Faktor 3	0,10	1,00
Faktor 4	-0,11	-1,11
VWL	0,19	0,49
Ex-BRD	-0,18	-0,44
<i>weiblich</i>	-0,47	-2,35
$R^2 = 0,53, n = 120$		
Faktor 1: „persönlicher Nutzen“		
Faktor 2: „volkswirtschaftliche Skepsis“		
Faktor 3: „Europa-Patriotismus“		
Faktor 4: „DM-Nationalismus“		
VWL: Dummyvariable für Studenten der VWL		
Ex-BRD: Dummyvariable für Studenten aus den alten Bundesländern		
weiblich: Dummyvariable für Studentinnen		

* Die signifikanten Beziehungen ($p \leq 0,05$) sind hervorgehoben.

Aus der Tabelle 7 ist ersichtlich, daß von den 3 hinzugenommenen Dummyvariablen nur der Koeffizient der Variable „weiblich“ signifikant von Null verschieden ist. Bei Berücksichtigung der individuellen Faktorwerte verlieren also das Studienfach und die Herkunft der Studenten tatsächlich ihren erklärenden Gehalt, nicht aber das Geschlecht. Darüber ist hinaus festzustellen, daß sich qualitativ nichts am Befund der ursprünglichen Regression ändert: Außer der hinzugekommenen Variable „weiblich“ unterscheiden wie zuvor nur die Faktoren 1 und 2 über den Grad der Zustimmung zur EWU.

Könnte es nun sein, daß das Merkmal „weiblich“, welches als Dummyvariable eine signifikant verminderte Zustimmung zur EWU anzeigt, auf Strukturbrüche (Interaktionseffekte) hinweist? In diesem Falle sollten sich

die Regressionsparameter der zur Erklärung der Zustimmung zur EWU herangezogenen 4 Faktoren zwischen den Gruppen der Studentinnen und Studenten unterscheiden, ein Freisetzen dieser 4 Parameter über die beiden Teilgruppen der Stichprobe sollte dann die Gesamtschätzung signifikant verbessern und die Dummyvariable „weiblich“ insignifikant werden lassen. Ein entsprechender F -Test zeigt allerdings ($F_{(4, 110)} = 1,50$; $p = 0,21$) keine signifikanten Strukturbrüche für die Koeffizienten der 4 Faktoren, und auch die Dummyvariable bleibt mit einem t -Wert von $-2,21$ hochsignifikant negativ. Innerhalb des hier analysierten Funktionalzusammenhanges hat also das Merkmal „weiblich“ eine verstärkte Ablehnung der EWU zur Folge, ohne daß dies auf Korrelationen mit anderen Variablen (Faktorwerten) oder auf Strukturbrüche zurückgeführt werden kann.

IV. Schlußfolgerung

In der hier untersuchten, für die Studenten der Wirtschaftswissenschaften der TU Dresden repräsentativen Stichprobe sind für die Zustimmung zur EWU vor allem der erwartete persönliche Nutzen, das Ausmaß der volkswirtschaftlichen Skepsis und das Geschlecht entscheidend, nicht aber nationale oder europäisch-patriotische Motive, obwohl diese als eigenständige Kategorien nachweisbar sind. Von den möglicherweise in die Urteilsbildung von Ökonomen zur EWU eingehenden Motiven und *a priori*-Urteilen üben also zumindest national-ethnozentrische Denkmuster oder europäisches Blockdenken keinen nachweislichen Einfluß aus. Von Bedeutung sind dagegen mit dem antizipierten persönlichen und volkswirtschaftlichen Nutzen nach ökonomischen Verständnis vorwiegend *rationale* Motive.

Auffällig ist, daß in der untersuchten Stichprobe das Geschlecht einen erheblichen und robusten Einfluß auf die Zustimmung zur EWU ausübt: Die Studentinnen stehen der EWU deutlich skeptischer gegenüber als ihre männlichen Kommilitonen.

V. Literatur

Bofinger, P. (Hrsg.), Der Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion in Europa, Wiesbaden 1990. – *Bofinger, P., Collignon, S. und Lipp, E.-M.* (Hrsg.), Währungsunion oder Währungschaos, Wiesbaden 1993. – *Caesar, R. und Scharrer, H. E.*, Maastricht – Königsweg oder Irrweg zur Wirtschafts- und Währungsunion, Bonn 1994. – *De Grauwe, P.*, Alternative Strategies Towards Monetary Union, in: *European Economic Review*, Vol. 39 (1995): 483 - 491. – *Francke, H.-H.*, Zu den Auseinandersetzungen über Konzept und Instrumentarium einer zukünftigen Zentralbank, Dresdner Beiträge zur Volkswirtschaftslehre Nr. 12/96. – *Friedman, M.*, Money Mischief. Episodes in Monetary History, San Diego, 1994. – *Ingram, J. C.*, The Theory of Optimum Currency Areas, in: *Canadian Journal of Economics*,

Vol. 73 (1959): 619 - 623. – *Johnston, J.*, *Econometric Methods*, 3. Aufl., New York 1984. – *Kenen, P. B.*, *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, in: *Mundell, R. A. and Swoboda, A. K.* (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago 1969: 41 - 60. – *McKinnon, R. L.*, *Optimum Currency Areas*, in: *American Economic Review*, Vol. 53 (1963): 717 - 725. – *Mundell, R. A.*, *A Theory of Optimum Currency Areas*, in: *American Economic Review*, Vol. 51 (1961): 657 - 665. – *Schweickert, R.*, *Die finanzpolitischen Beitrittsbedingungen zur EWU – effizient, notwendig, hinreichend, relevant?* In: *Wirtschaftsdienst 1996/X*: 529 - 532.

Anhang

6.1 Die Stichprobe

	weiblich			männlich		
	Ex-DDR	Ex-BRD	Ausland	Ex-DDR	Ex-BRD	Ausland
VWL	1	0	1	4	3	0
BWL	45	1	0	48	3	0
Wi. Ing.	0	0	0	1	0	0
Wi. Päd.	6	1	0	1	0	0
anderes	2	0	0	2	0	0
k. A.	3					

6.2 Der Fragebogen

TU Dresden, AVWL "Geld und Währung": Befragung zur Europäischen Wahrungunion (EWU), 15. Januar 1997

Bitte geben Sie durch Ankreuzen des entsprechenden Feldes den jeweiligen Grad Ihrer Zustimmung/Ablehnung zu den folgenden 10 Aussagen auf der folgenden Skala an!

	1	2	3	4	5
	starke Zustimmung	schwache Zustimmung	neutrale Haltung	schwache Ablehnung	starke Ablehnung
1. Ich bin dafür, daß die EWU 1999 realisiert wird.	<input type="checkbox"/>				
2. Die EWU wird der deutschen Volkswirtschaft mehr schaden als nutzen.	<input type="checkbox"/>				
3. Die EWU wird den übrigen Teilnehmerländern mehr nutzen als der Bundesrepublik Deutschland.	<input type="checkbox"/>				
4. Die EWU wird einen starken Währungsblock gegenüber dem Rest der Welt bilden.	<input type="checkbox"/>				
5. Die Auslegung der Konvergenzkriterien sollte möglichst streng sein.	<input type="checkbox"/>				
6. Die EWU ist ein positiver Beitrag zur sozialen und politischen Integration Europas.	<input type="checkbox"/>				
7. Abgesehen von allen theoretischen Erwägungen bedauere ich, daß die DM durch den "Euro" abgelöst werden soll.	<input type="checkbox"/>				
8. Die EWU ist im Grunde eine gute Sache, aber bei der praktisch-onomischen Umsetzung sollte man anders verfahren.	<input type="checkbox"/>				
9. Die Zustimmung zur EWU war der Preis, den die Deutschen 1990 für die Einheit zahlen mußten.	<input type="checkbox"/>				
10. Ich verspreche mir von der EWU persönlichen Nutzen.	<input type="checkbox"/>				
Studienfach: VWL <input type="checkbox"/> BWL <input type="checkbox"/> WIng <input type="checkbox"/> WInf <input type="checkbox"/> WiPad <input type="checkbox"/> anderes: _____					
Herkunft: neue Bundesländer <input type="checkbox"/> alte Bundesländer <input type="checkbox"/> anderes Land: _____					
Geschlecht: weibl. <input type="checkbox"/> männl. <input type="checkbox"/>					

Verzeichnis der Autoren

- Artus, Patrick*, Caisse des Dépôts et Consignations, 56, rue de Lille, F-75356 Paris 07SP, Frankreich
- Bertuch-Samuels, Axel*, Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Abt. Volkswirtschaft/Wirtschaftspolitik, Simrockstraße 4, 53113 Bonn
- Bofinger, Peter*, Prof. Dr., Universität Würzburg, VWL, Sanderring 2, 97070 Würzburg
- Book, Rainer*, Westdeutsche Kommunal Consult GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf
- Breier, Heinz*, Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Simrockstraße 4, 53113 Bonn
- Ellgering, Ingo*, Dr., Kreissparkasse Köln, Neumarkt 18 - 24, 50667 Köln
- Francke, Hans-Hermann*, Prof. Dr., Universität Freiburg, Institut für Finanzwissenschaft II, Maximilianstraße 15, 79100 Freiburg
- Graff, Michael*, Dr., Technische Universität Dresden, Fakultät Wirtschaftswissenschaften, Münchener Platz, 01062 Dresden
- de Grauwe, Paul*, Prof., Universität Leuven, Centrum voor Economische Studien, Naamsestraat 69, B-3000 Leuven, Belgien
- Gretschmann, Klaus*, Prof. Dr., Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen, VWL, Templergraben 64, 52062 Aachen
- Gros, Daniel*, Prof., Centre for European Policy Studies, Place du Congress, B-1000 Brussels, Belgien
- Hagen, Jürgen von*, Prof. Dr., Universität Bonn, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Walter-Flex-Str. 3, 53113 Bonn
- Hefeker, Carsten*, Dipl.-Vw., Universität Basel, Institut für Volkswirtschaft, Petersgraben 51, Schweiz
- Holtham, Gerald*, Institute for Public Policy Research, 30 - 32 Southampton Street, London, WC2E 7RA, England
- Jerger, Jürgen*, Dr., Universität Freiburg, Institut für Wirtschaftstheorie, Platz der Alten Synagoge, 79085 Freiburg
- Jürgenliemk, Rainer*, Westdeutsche Kommunal Consult GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf
- Kotz, Hans-Helmut*, Prof., Deutsche Girozentrale, Abt. Volkswirtschaft und Information, Taunusanlage 10, 60329 Frankfurt

- Loef, Hans-E.*, Prof. Dr., Universität-GH Siegen, VWL 5, Hölderlinstraße 3, 57068 Siegen
- Lux, Irmtraud*, Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Simrockstraße 4, 53113 Bonn
- Mélitz, Jacques*, Prof., INSEE, Department de la recherche, Direction Generale 15, Boulevard Gabriel Péri, F-92244 Malakoff Cedex, Frankreich
- Menkhoff, Lukas*, Prof. Dr., RWTH Aachen, Wirtschaftswissenschaften, 52056 Aachen
- Neumann, Manfred J. M.*, Prof. Dr., Universität Bonn, Institut für Internationale Wirtschaftspolitik, Lennéstraße 37, 53113 Bonn
- Pfleger, Kai*, Dipl.-Vw., Universität Würzburg, Lehrstuhl f. Volkswirtschaftslehre, Geld u. internat. Wirtschaftsbeziehungen, Sanderring 2, 97070 Würzburg
- Seidel, Martin*, Prof. Dr., Bundesministerium für Wirtschaft Bonn, 53107 Bonn
- Scheller, Hanspeter K.*, Europäisches Währungsinstitut, Kaiserstraße 29, 60322 Frankfurt
- Walkhoff, Henner*, Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Simrockstraße 4, 53113 Bonn
- Willms, Manfred*, Prof. Dr., Universität Kiel, Institut für Wirtschaftspolitik, Olshausenstraße 40, 24118 Kiel
- Wolgast, Michael*, Dr., Bundesministerium für Wirtschaft, Ref. I A 6, 53107 Bonn