

Beihefte der Konjunkturpolitik

Zeitschrift für angewandte Wirtschaftsforschung

Applied Economics Quarterly

Heft 47

Funktionsbedingungen der Währungsunion

Tagungsband zur Jahresversammlung der
Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher
Forschungsinstitute e.V. im April 1998 in Bonn



Duncker & Humblot · Berlin

Funktionsbedingungen der Währungsunion

Beihefte der Konjunkturpolitik

Zeitschrift für angewandte Wirtschaftsforschung

Applied Economics Quarterly

Heft 47

Funktionsbedingungen der Währungsunion

Tagungsband zur Jahresversammlung der
Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher
Forschungsinstitute e.V. im April 1998 in Bonn



Duncker & Humblot · Berlin

Die Zeitschrift Konjunkturpolitik wurde 1954 von Albert Wissler begründet.

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

[Konjunkturpolitik / Beihefte]

Beihefte der Konjunkturpolitik : Zeitschrift für angewandte
Wirtschaftsforschung. – Berlin : Duncker und Humblot
Früher Schriftenreihe
Reihe Beihefte zu: Konjunkturpolitik
ISSN 0452-4780

Funktionsbedingungen der Währungsunion : im April 1998 in
Bonn / [Schriftl.: Herbert Wilkens]. – Berlin : Duncker und Humblot,
1999

(Tagungsband zur Jahresversammlung der Arbeitsgemeinschaft
Deutscher Wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e. V. ;
1998) (Beihefte der Konjunkturpolitik ; H. 47)
ISBN 3-428-09625-8

Schriftleiter: Herbert Wilkens

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten

© 1999 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme und Druck:

Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0452-4780

ISBN 3-428-09625-8

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☉

Vorwort

In diesem Beiheft wird über den wissenschaftlichen Teil der 61. Jahrestagung der Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute berichtet, die am 14. und 15. Mai 1998 in Bonn stattfand und das Thema

„*Funktionsbedingungen der Europäischen Währungsunion*“
zum Gegenstand hatte.

Für die wissenschaftliche Vorbereitung der Tagung ist Joachim Ragitz (Halle) und Joachim Scheide (Kiel) zu danken. Für jede Sitzung war ein Referat und ein Korreferat vorgesehen. Die Autoren dieser Beiträge waren Claudia M. Buch / Susanne Lapp (Kiel), Vera Dietrich (Halle), Barbara Dluhosch (Köln), Jürgen von Hagen (Bonn), Stefan Homburg (Hannover), Gustav A. Horn / Wolfgang Scheremet / Rudolf Zwiener (Berlin), Heinz-Joachim Neubürger (Siemens AG, München), Alfred Steinherr (Europäische Investitionsbank, Luxemburg) und Roland Vaubel (Mannheim).

Die 62. Jahrestagung soll am 29. und 30. April 1999 in Bonn stattfinden. Sie wird vom ifo-Institut München und dem DIW Berlin zu dem Thema

„*Fiskalischer Föderalismus in Europa*“
vorbereitet.

Berlin, im Juli 1998

Lutz Hoffmann
Vorsitzender der Arbeitsgemeinschaft

Inhalt

Forum I

Euro und Finanzmärkte

Claudia M. Buch and Susanne Lapp

The Euro – No Big Bang for European Financial Markets? 11

Comment: *Jürgen von Hagen* 79

Forum II

Finanzpolitik in der EWWU

Barbara Dluhosch

Finanzpolitik in der EWWU 89

Korreferat: *Stefan Homburg* 121

Heinz-Joachim Neubürger

EWU – Veränderung von Markt und Wettbewerb aus der Sicht eines
Industrieunternehmens 129

Forum III

Konsequenzen für Wachstum und Strukturwandel

Vera Dietrich

Institutionen, Wettbewerb und Strukturwandel in der EWWU. Implikatio-
nen für die Integrationsgewinne 147

Korreferat: *Roland Vaubel* 173

*Forum IV***Lohnpolitik und Beschäftigung in der EWWU***Gustav A. Horn, Wolfgang Scheremet und Rudolf Zwiener*

Der europäische Arbeitsmarkt im Zeichen des Euro 181

Korreferat: *Alfred Steinherr* 219

Teilnehmerverzeichnis der 61. Jahrestagung (wissenschaftlicher Teil) 237

Forum I

Euro und Finanzmärkte

The Euro – No Big Bang for European Financial Markets

By Claudia M. Buch and Susanne Lapp*, Kiel

1. Motivation

The last decades witnessed fundamental change in global financial markets. The markets experienced rapid globalization, wide securitization, and profound technical innovation. The introduction of the Euro is the single most important event facing financial markets at the turn of the century. Many pundits expect pronounced changes for European financial markets. This big bang scenario would imply a rapid re-allocation of asset portfolios, a pronounced adjustment of financial structures of non-financial firms, and a noticeable increase in competitive pressure felt by the incumbent financial institutions.

This paper seeks to draw conclusions to which extent the big bang scenario is realistic. We mainly take the view of European market participants and ask what their likely responses are going to be both with respect to the demand and supply of financial assets. As banks are the dominant players in Europe's financial markets, we look at the potential impact of demand- and supply-side adjustments on the structure of financial intermediation. Our main finding is that the static effect of the introduction of the Euro on international financial markets should not be exaggerated. The Euro's importance for settling foreign trade will be largely restricted to the European area. As a means of portfolio investment, it is likely to enhance capital mobility between the different members of Euroland, but hardly between Euroland and other developed markets. The creation of a larger and more liquid capital market will induce firms to supply relatively more securitized financial instruments.

* Section B of this paper has been written by Susanne Lapp, Sections C and D by Claudia M. Buch. The authors would like to thank Ralph Heinrich for critically reviewing Sections C and D, Jürgen von Hagen as well as the participants of the ARGE-meeting in Bonn, May 14 - 15, 1998, for most helpful comments and suggestions. Of course, we remain solely responsible for all errors and inaccuracies.

At the same time, a lot of the variation in financial structures across countries is caused by differences in institutional arrangements which the Euro will not affect. Likewise, competitive threats felt by the European banking industry will largely be confined to the wholesale market as retail markets are shaped by differences in national regulations and preferences. This does not rule out dynamic effects precipitated by the Euro, i.e., a convergence of institutions. However, at the present stage, an assessment of the size and scope of these effects would be rather speculative.

There are several important aspects which we do not deal with explicitly because of space limitations and because these have been treated elsewhere. Adjustments in financial patterns have, for example, implications for the transmission of monetary impulses (Borio 1995, Dornbusch et al. 1998). A related aspect concerns the influence of the Euro on the stability of the demand for money in Europe (Scheide 1998, von Hagen 1997). The Euro as a reserve currency has been treated by McCauley and White (1997) amongst others. Walter (1998) discusses the implications of the Euro on the development of international financial centers. Finally, technical aspects of the adjustments of financial markets are not addressed (EC 1997).

2. The Demand for Euro

Quantifying the demand for the future single European currency is of crucial importance since it will decisively influence the future role European financial markets will play internationally. The demand for the Euro will depend on the demand for it as a medium of settling foreign trade and for portfolio investment. The demand for Euro out of the first motive, as a vehicle of transactions, can easily be established to be at least as high as it was for the currencies that were formerly used instead. If the demand out of that motive was to increase further, it would have to happen at the expense of the Dollar-zone. This seems unlikely as will be pointed out in Section I.

In Section II we will focus on the second motive, the demand for currencies in order to hold portfolio assets. Increased investment opportunities were brought about by the worldwide deregulation of financial markets. In particular, the 1980s were a decade when the vast majority of barriers to diversifying investment portfolios between the industrialized countries were abolished. Within the European Union, portfolio in-

vestment is not restricted by capital controls any longer. Thus, residents of the European Union are now in principle free to hold (European) portfolios without paying attention to the location where the security has been issued or the denomination of its currency. If that is what they already do, then the introduction of the Euro will be far less felt as would be the case if investors' portfolios were still heavily tilted towards their national home securities. Lacking detailed data on the portfolio structure of other potential EMU member countries, we mainly restrict the following analysis to the case of Germany. Of course, prior to drawing inferences about developments in other countries, additional research would be preferable. Nevertheless, because the German market accounts for roughly one fourth of the Euroland capital market in terms of market capitalization, we believe that our analysis does carry some information.

We find that in the past German investors largely preferred German assets without making full use of market opportunities. We interpret this mainly as evidence of a currency bias rather than a home bias. Thus the bias can be expected to quickly lose importance once the Euro has replaced the national currencies. Accordingly, the intra-EMU demand for assets issued by foreign entities will rapidly increase. This will bear the potential for setting into motion a process of harmonization and integration of the still rather segmented markets. We believe it likely that the demand for assets of smaller markets will increase while the nowadays leading centers have the experience, the knowledge, and also the liquidity to establish themselves as providers of benchmark assets. Thus it seems probable that both centripetal and centrifugal forces will be observed after the abolition of national currencies in Euroland.

2.1 The Demand for Euro for Transaction Purposes

Currencies of the potential EMU members were frequently used for settling international transactions. In 1996, they were involved in at least one side of a foreign exchange transaction in approximately 35 percent of the cases, while the US-Dollar was involved in roughly 40 percent, the Yen in less than 20 percent and the British pound in 5 percent (BIS 1997). Accordingly, after the Euro's introduction, it can be expected to be the second largest currency as a vehicle of transaction. Virtually all the trade within Euroland will be settled in Euro.

But to what extent will countries outside the EMU make use of the Euro in settling their imports and exports? To answer this question it is

convenient to proceed region by region. Central and Eastern European economies so far have been dominated by the D-Mark. This can at least partly be explained by the fact that the trading ties are much closer between Western and Central Europe than between Central Europe and the US. With the ongoing integration of these economies into the European Union, they are expected to remain under the domain of the Euro (Frenkel and Goldstein 1997, Arrowsmith and Taylor 1996). The case for Russia is different. Already, the economy is dollarized. Switching to the Euro could only be expected if very good reasons prevailed. These cannot be detected. Russia has close trading ties with the Americas and Asia. Moreover, it is to be expected that trade in commodities will continue to be conducted in dollars which will tend to preserve Russia's dollar orientation (McCauley 1997). Most currencies of East and South Asian countries are anchored to the dollar (Frankel and Wie 1993, Benassy-Quere 1996, Bank for International Settlement 1997). If the yen, which would have seemed to be the natural choice for these currencies to anchor to, did not succeed in taking over this role, it seems even more unlikely that the Euro will do so. As for China, Chen (1997) points out that the majority of China's exports go to the United States. Furthermore, the Hong Kong Dollar is pegged to the US-Dollar. Both facts are taken to be as indications that China will remain in the dollar domain rather than joining the Euro-zone. The Latin American countries traditionally present a strong dollar zone. With the continued efforts to extent the NAFTA towards the south, the dollarization of the middle and south American countries cannot be expected to lessen.¹

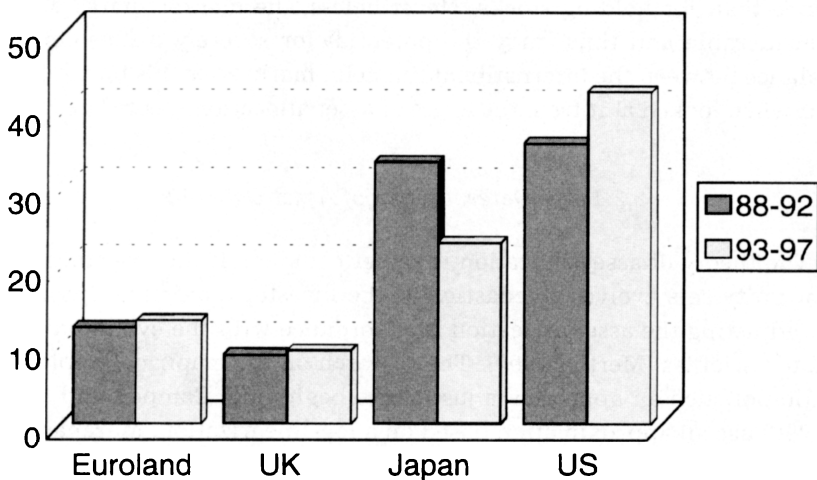
Therefore, it can be expected that the demand for Euro as a means of settling international trade contracts will remain largely concentrated to the countries belonging to the western European orbit while the Dollar-zone will continue to encompass North America and the emerging markets outside Europe. Thus, large shifts in the relative importance of the currency blocs as vehicles of transaction due to the introduction of the Euro seem unlikely.

2.2 The Demand for Euro for Portfolio Investment

Portfolio investment constitutes the largest part of international capital flows. It comprises 44 percent of gross inflows, followed by bank

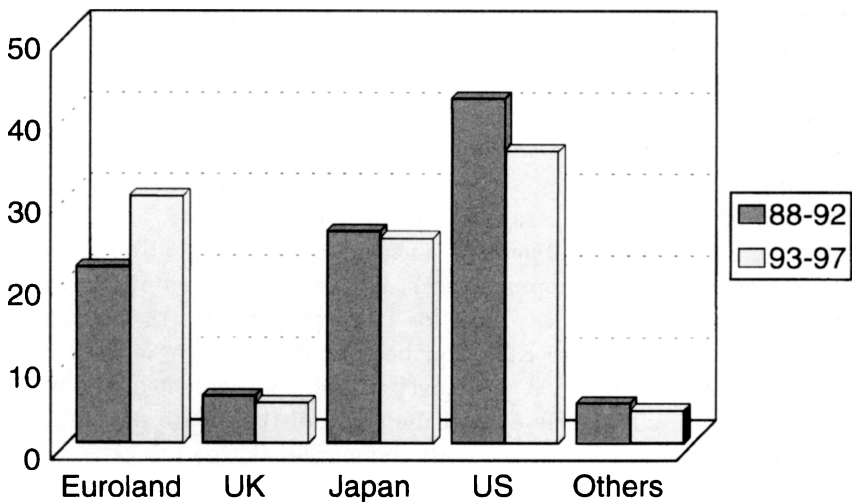
¹ Dynamic aspects of the introduction of the Euro for its demand as a transaction vehicle have been discussed by Portes and Rey (1998).

loans (40 percent) and foreign direct investment (16 percent) (IMF 1998). The demand for portfolio investment right after Euroland has been constituted, i.e., before any adjustment process commences, will primarily depend on the accumulated size of the Euroland market and its importance relative to the other financial markets. The European stock market will approximately encompass 13 percent of the total world stock market. This is considerably less than its share in world-GDP. The UK market accounts for roughly 8 percent. The Japanese market, although it decreased considerably in importance, still covers 20 percent of the market and the US market even accounts for 40 percent (Figure 1). The relative importance of the future Euroland bond market will be considerably higher. In the beginning, it will cover roughly 30 percent of the whole market, which will clearly exceed the share of the UK (5 percent), but also Japan's share (25 percent). Only the market share of the US will be higher (35 percent), even so its share decreased between 1988 - 1992 and 1993 - 1997 by nearly 7 percentage points (Figure 2). Euroland will be dominated by the weight of the German market followed by the French market and the Italian market with the other markets being of minor importance.



Source: Emerging Stock Markets Factbook, various issues, own calculations

Figure 1: Percentage Shares in Stock Market Capitalization of Developed Economies 1988 - 1997



Source: Datastream indices, own calculations

Figure 2: Percentage Shares in Bond Market Capitalization of Developed Economies 1988 - 1997

All in all, right after the Euro has been introduced the demand for holding bonds denominated in Euro will be of relatively higher importance than for holding stocks. Nevertheless, the market shares will be considerable and thus carry the potential for severely influencing the balance between the international financial markets. Is this bound to occur when looked at it from the angle of asset allocation theory?

2.2.1 The Determinants of Asset Demand

The theory of asset allocation is rather complex. If the investment opportunity sets evolves stochastically, the investor maximizes his utility by adjusting the asset allocation in accordance with the evolution of the state variables (Merton 1990). The research on the empirical implementation of such an approach is just at the beginning. Campell and Vicera (1996) use an approximation based on a log-linearization. Maranas et al. (1997) concentrate on dynamically balanced strategies. The approach chosen here is simple, a static mean-variance framework. There are two reasons to defend this choice. First, "the" optimal asset allocation is not in the focus of our interest. We are rather concerned with how the Euro will modify the asset allocation both within Euroland and between

Euroland and other developed markets. Second, the mean-variance approach is sufficiently general and yet specific enough to highlight some likely developments.

According to modern portfolio theory, the effect of the Euro for asset demand will be determined by induced changes in preferences and market opportunities. Preferences are reflected in the degree of risk aversion and in the arguments in the objective function. Market opportunities are represented by asset returns, the risk the assets carry measured as the volatility in the return, and the correlation between the returns. A risk-averse investor will try to realize a certain return with as low a volatility as possible. The lower the correlation of an asset's return with those of the other assets contained in the portfolio, the better it serves to smoothen returns. Accordingly, an investor's demand for assets can be computed as (Thomas and Wicken 1993)

$$(1) \quad x_t = \rho^{-1} [\text{Cov}(r_{t+1}^i, r_{t+1}^i)]^{-1} E_t z_{t+1}$$

where x_t is a vector of shares of the portfolio allocated to $(n - 1)$ assets, r_{t+1}^i , (r_{t+1}^j) is the return of the i -th (j -th) asset and $E_t z_{t+1}$ are the expected excess returns calculated as the returns of each asset minus the return of the risk-free asset. German short-term government bonds, Bundesschatzanweisungen, were taken to be the risk-free asset. ρ presents the degree of the investor's relative risk aversion, which is expressed as

$$(2) \quad \rho = -2W_t \frac{\partial E_t}{\partial V_t}$$

where W_t is initial wealth, V_t is the variance of the returns and E_t is the expected returns. Thus knowing the investor's relative risk aversion, the expected excess returns and the covariances between the risk-bearing assets, the investor's optimal demand for each of the assets in terms of mean-variance-efficiency can be determined. In the presence of unlimited riskless lending and borrowing, the optimal portfolio is identical to the market portfolio. Expected returns are calculated in accordance with the approach that dominates in the literature which is to use realized ex-post returns as the predictor of expected future returns. This approach is based on the fact that under rational expectations expected returns should equal realized returns plus the expectational error, which is independent of all information known at time t and which has a zero mean.

2.2.1.1 Total Returns of International Securities

The returns of international bond markets were calculated using Datastream indices which include all bonds with maturities over 1 year.² Furthermore, the returns on government bonds can be taken to be a suitable proxy for returns on private bonds. The stock market returns were calculated on the basis of Morgan Stanley Capital Indices. All returns are total returns, i.e., they include interest payments (or dividend yields) as well as price changes.

Annual returns in local currency (c) were calculated as

$$(3) \quad \text{Annual Return}_c = \left(\frac{\text{Index}_{t+1}}{\text{Index}_t} \right) * 100$$

with t being the current period. Returns in D-Mark were calculated as

$$(4) \quad \text{Annual Return}_{\text{DM}} = \left[\left(\frac{\text{Index}_{t+1}}{\text{Index}_t} \right) \left(\frac{S_{t+1}}{S_t} \right) - 1 \right] * 100$$

with S being the spot rate of the respective currency expressed in D-Mark. Hedged returns were calculated using 1-year-forward rates

$$(5) \quad \text{Annual Return}_{\text{Hedged}} = \left[\left(\frac{\text{Index}_{t+1}}{\text{Index}_t} \right) \left(\frac{F_t}{S_t} \right) - 1 \right] * 100$$

For those currencies where these were not available against the D-Mark, calculations were done on the basis of cross-rates. Average annual returns for the bonds as well as for the stock markets were calculated as geometric means of annual returns. The results for the bond markets can be gathered from Table 1.

German bond returns were among the lowest returns independent if compared to other bond returns in D-Mark, local currency, or hedged. Total returns in non-EMU industrial countries exceeded those in Euro-land during both five-year-periods, 1988 - 1992 and 1993 - 1997, when the D-Mark or hedged returns are used as a reference. On average, equities paid higher returns than bonds (Table 2). German returns were not

² Although Datastream indices restrict themselves to bonds issued by the government, they were used for they are still the most comprehensive. For example, the Salomon Brothers' indices only include government bonds with maturities over 5 years and also country coverage is less extensive.

Table 1: Average Annual Total Returns of Bond Markets 1988 - 1997

	D-Mark	88-92	93-97	88-97	Local Currency	88-92	93-97	88-97	Hedged	88-92	93-97	88-97
Euroland	Austria	7.19	8.59	7.88	Austria	7.18	8.59	7.88	Austria	na	8.96	na
	Belgium	9.54	9.27	9.41	Belgium	9.17	9.33	9.25	Belgium	7.27	8.96	8.11
	Denmark	10.77	11.16	10.97	Denmark	10.86	10.80	10.83	Denmark	7.97	8.82	8.4
	Finland ¹	4.15	13.90	9.46	Finland ¹	12.88	12.26	12.54	Finland	na	11.33	na
	France	10.70	10.17	10.44	France	10.83	9.77	10.30	France	7.59	8.84	8.21
	Germany	6.48	8.20	7.34	Germany	6.48	8.20	7.34	Germany	6.48	8.20	7.34
	Ireland	9.92	12.64	11.27	Ireland	10.06	13.05	11.54	Ireland	na	6.99	na
	Italy	6.16	13.65	9.84	Italy	10.30	15.80	13.02	Italy	4.39	10.40	7.35
	Netherlands	7.09	8.44	7.76	Netherlands	7.07	8.49	7.77	Netherlands	6.4	5.69	6.045
	Spain	8.24	11.04	9.63	Spain	9.39	14.84	12.08	Spain	2.36	9.59	6.32
Others	Australia	13.96	12.84	13.40	Australia	15.75	10.75	13.22	Australia	10.37	8.77	9.56
	Canada	11.94	10.47	11.20	Canada	12.09	10.36	11.22	Canada	9.10	10.23	9.66
	Japan	5.92	8.83	7.36	Japan	5.90	7.21	6.55	Japan ¹	7.83	10.91	9.53
	Norway ¹	8.55	11.07	9.94	Norway ¹	12.11	10.30	11.10	Norway	na	5.90	na
	Sweden	9.04	11.80	10.41	Sweden	13.05	11.90	12.48	Sweden	na	8.56	na
	Switzerland	1.91	9.66	5.71	Switzerland	3.93	7.39	5.65	Switzerland	4.22	9.15	6.66
	UK	7.37	14.31	10.79	UK	11.67	10.16	10.92	UK	9.21	9.52	9.37
	USA	9.67	9.88	9.77	USA	10.40	7.33	8.85	USA	10.30	7.76	9.02
Euroland ^{2,3} Others ²		8.02	10.71	9.40		9.42	11.11	10.26			8.78	
		8.55	11.11	9.82		10.61	9.43	10.02			8.85	

¹89-97. — ²Unweighted average. — ³Excluding Luxembourg.

Source: Datastream Indices, own calculations

Table 2: Average Annual Total Returns of Stock Markets 1988 - 1997

	D-Mark	88-92	93-97	88-97	Local Currency	88-92	93-97	88-97	Hedged	88-92	93-97	88-97
Euroland	Austria	12.32	6.58	9.41	Austria	12.31	6.58	9.41	Austria	na	6.41	na
	Belgium	14.23	20.17	17.16	Belgium	13.84	20.24	17.00	Belgium	12.12	19.81	15.90
	Denmark	13.87	24.97	19.29	Denmark	13.97	24.56	19.15	Denmark	10.84	22.69	16.61
	Finland	-12.20	39.10	10.51	Finland	-7.26	37.10	12.76	Finland	-12.31	35.68	9.08
	France	15.63	15.10	15.37	France	15.77	14.68	15.22	France	12.72	13.54	13.13
	Germany	10.36	21.58	15.84	Germany	10.36	21.58	15.84	Germany	10.36	21.58	15.84
	Ireland	5.77	27.84	16.28	Ireland	5.91	28.30	16.57	Ireland	na	18.5	na
	Italy	-4.41	18.69	6.52	Italy	-0.68	20.94	9.60	Italy	-5.75	15.45	4.31
	Netherlands	14.43	28.66	21.34	Netherlands	14.42	28.72	21.36	Netherlands	14.06	28.86	21.23
	Spain	0.55	27.06	13.03	Spain	1.62	31.41	15.56	Spain	-8.77	25.67	9.00
Others	Australia	7.41	14.92	11.10	Australia	9.10	13.06	11.06	Australia	3.57	10.55	7.19
	Canada	4.51	17.95	11.03	Canada	4.66	17.83	11.05	Canada	1.91	16.95	9.17
	Japan	-5.95	2.83	-1.66	Japan	-5.97	1.31	-2.40	Japan	-10.79	4.52	-2.59
	Norway	6.45	24.30	15.03	Norway	8.14	23.44	15.54	Norway	na	16.55	na
	Sweden	9.85	30.87	19.90	Sweden	13.90	31.00	22.15	Sweden	na	27.51	na
	Switzerland	13.11	29.52	21.04	Switzerland	15.36	26.84	20.96	Switzerland	16.19	28.88	22.37
	UK	10.06	20.77	15.29	UK	14.48	16.39	15.43	UK	8.43	14.07	11.22
	USA	15.25	23.75	19.43	USA	16.02	20.88	18.42	USA	12.98	19.58	16.23
Euroland ^{1,2} Others ¹		7.05	22.98	14.46		8.03	29.26	18.65			20.92	
		7.59	20.61	13.86		9.46	18.84	14.03			17.32	

¹Unweighted average. — ²Excluding Luxembourg.

Source: Morgan Stanley Capital, own calculations

as clearly at the bottom of the scale as were bond returns with some equity markets within and outside Euroland offering better investment opportunities and others offering worse investment opportunities. Independently of the reference currency used, the average returns were higher within Euroland than those that were earned in other developed markets.

2.2.1.2 Return Volatility of International Securities

Standard deviations of the markets were calculated on the basis of annual returns, and the results are shown in Table 3 and Table 4. While Germany had the second lowest bond return, its standard deviation was also very low with returns oscillating by only 5.79 percent on average. To returns on bonds not denominated in D-Mark, the exchange rate risk added some volatility if returns are reported in D-Mark. For example, the volatility of Australian bonds increased from 8.13 percent in local currency to 15.25 percent in German marks. The impact of the exchange rate risk was different for Euroland members than for the others. The increase in volatility when comparing local currencies and D-Mark returns was much more pronounced for non-EMU countries than for EMU markets. For the whole period, 1988 - 1997, the volatility of non-EMU bonds rose from 6.79 percent when measured in local currencies to 11.90 percent when measured in D-Mark, while for EMU bonds only an increase from 7.35 percent to 7.62 percent was observed. It can be concluded that the EMS served as an absorber of quite some volatility. On average, the returns of the stock markets were considerably more volatile than those of the bond markets; for future Euroland members, a standard deviation of 22.67 percent for returns in D-Mark compares to 7.62 percent for the bond markets. And, again, converting the returns into D-Mark added some volatility, more so for non-EMU members than for potential EMU members.

2.2.1.3 Correlation Coefficients between International Security Returns

The correlation coefficients of the bond markets (Table 5) as well as the stock markets (Table 6) were all below one which is a prerequisite for successful diversification. During the last ten years the bond markets

Table 3: Average Volatility of Bond Markets¹ 1988 - 1997

	D-Mark	88-92	93-97	88-97	Local Currency	88-92	93-97	88-97	Hedged	88-92	93-97	88-97
Euroland	Austria	4.71	5.77	5.32	Austria	4.68	5.72	5.28	Austria	na	5.23	na
	Belgium	4.40	5.69	5.09	Belgium	4.14	6.37	5.38	Belgium	4.52	5.44	5.08
	Denmark	4.00	8.63	6.74	Denmark	4.16	8.73	6.84	Denmark	3.11	6.25	4.96
	Finland ²	5.32	8.06	8.53	Finland ²	2.75	10.70	8.19	Finland	na	9.53	na
	France	4.34	9.44	7.35	France	4.74	9.27	7.37	France	3.93	6.85	5.63
	Germany	4.82	6.49	5.79	Germany	4.82	6.49	5.79	Germany	4.82	6.49	5.79
	Ireland	7.45	10.46	9.20	Ireland	6.78	11.55	9.62	Ireland	na	6.24	na
	Italy	8.44	13.79	12.11	Italy	5.90	9.93	8.67	Italy	7.36	6.21	7.43
	Netherlands	5.29	8.14	6.91	Netherlands	5.18	8.04	6.81	Netherlands	9.38	7.03	8.64
	Spain	8.09	9.86	9.14	Spain	6.79	10.95	9.56	Spain ²	7.14	7.83	8.35
Others	Australia	18.06	11.72	15.25	Australia	6.11	9.14	8.13	Australia	7.49	8.62	8.11
	Canada	14.93	14.07	14.52	Canada	4.64	8.45	6.86	Canada	5.75	7.04	6.46
	Japan	15.54	15.08	15.37	Japan	5.51	6.04	5.82	Japan ²	7.85	6.48	7.28
	Norway ²	3.54	7.59	6.28	Norway ²	1.27	8.55	6.47	Norway	na	5.51	na
	Sweden	10.93	10.15	10.63	Sweden	4.72	9.47	7.49	Sweden	na	7.72	na
	Switzerland	6.85	9.12	8.98	Switzerland	5.12	6.07	5.88	Switzerland	5.05	7.07	6.64
	UK	8.59	15.54	13.13	UK	4.78	9.66	7.64	UK	4.98	8.07	6.71
	USA	9.51	12.38	11.04	USA	3.65	7.29	5.94	USA	2.86	7.26	5.64
Euroland ^{3,4}		5.69	8.63	7.62		4.99	8.78	7.35			6.71	
Others		10.99	11.96	11.9		4.48	8.08	6.79			7.22	

¹Standard deviation of annual returns. — ²89.97. — ³Unweighted average. — ⁴Excluding Luxembourg.

Source: Own calculations

Table 4: Average Volatility of Stock Markets¹ 1988 - 1997

	D-Mark	88-92	93-97	88-97	Local Currency	88-92	93-97	88-97	Hedged	88-92	93-97	88-97
Euroland	Austria	39.54	20.09	31.69	Austria	38.34	20.05	31.10	Austria	na	19.66	na
	Belgium	31.13	13.17	23.95	Belgium	32.34	14.14	25.18	Belgium	30.06	14.32	23.67
	Denmark	34.59	22.90	29.62	Denmark	35.79	23.11	30.68	Denmark	31.91	22.52	28.02
	Finland	21.26	31.07	37.27	Finland	20.35	34.94	36.36	Finland	19.85	33.39	36.94
	France	25.83	18.53	22.50	France	27.32	17.80	23.07	France	24.26	17.30	21.07
	Germany	22.88	20.67	22.44	Germany	22.88	20.67	22.44	Germany	22.88	20.67	22.44
	Ireland	26.40	17.97	24.70	Ireland	26.72	20.22	26.40	Ireland	na	10.71	na
	Italy	17.64	19.74	22.01	Italy	15.22	18.17	20.34	Italy	13.93	17.72	19.21
	Netherlands	16.28	17.60	18.39	Netherlands	17.14	17.65	19.70	Netherlands	16.36	17.65	18.47
	Spain	18.96	24.51	25.83	Spain	14.42	26.89	27.81	Spain	14.80	24.50	27.35
Others	Australia	28.24	18.61	24.06	Australia	10.65	13.94	13.34	Australia	13.92	15.18	15.03
	Canada	20.99	17.66	20.39	Canada	11.31	8.84	12.67	Canada	10.15	8.20	11.83
	Japan	30.23	15.73	24.21	Japan	25.69	9.52	19.56	Japan	24.61	10.09	19.05
	Norway	28.47	15.11	24.01	Norway	22.22	15.21	19.45	Norway	na	9.44	na
	Sweden	32.65	14.64	26.71	Sweden	29.16	19.31	26.23	Sweden	na	18.51	na
	Switzerland	15.92	26.81	23.81	Switzerland	20.14	23.02	23.16	Switzerland	20.06	23.40	22.72
	UK	9.74	20.14	16.93	UK	15.39	12.83	14.45	UK	14.02	12.46	13.54
	USA	19.28	19.49	19.82	USA	12.14	13.81	14.14	USA	12.46	11.47	12.41
Euroland ^{2,3}		25.45	20.63	22.67		21.32	19.36	23.20			17.88	
	Others ²	23.19	18.52	22.49		18.34	14.56	14.98			13.59	

¹Standard deviations of annual returns. — ²Unweighted average. — ³Excluding Luxembourg.

Source: Own calculations

Table 5: Return Correlations of Foreign Bond Markets with German Bond Market 1988 - 1997

Euroland	D-Mark	Local Currency				Hedged			
		88-92	93-97	88-97		88-92	93-97	88-97	
	Austria	0.76	0.94	0.85	Austria	0.76	0.94	0.85	Austria
	Belgium	0.75	0.57	0.64	Belgium	0.79	0.81	0.79	Belgium
	Denmark	0.58	0.56	0.56	Denmark	0.65	0.72	0.68	Denmark
	Finland	-0.28	0.29	0.04	Finland	0.15	0.71	0.47	Finland
	France	0.61	0.73	0.66	France	0.70	0.87	0.77	France
	Germany	1.00	1.00	1.00	Germany	1.00	1.00	1.00	Germany
	Ireland	0.46	0.37	0.40	Ireland	0.51	0.72	0.61	Ireland
	Italy	-0.03	0.19	0.10	Italy	0.26	0.56	0.41	Italy
	Netherlands	0.95	0.96	0.95	Netherlands	0.96	0.97	0.95	Netherlands
	Spain	0.02	0.40	0.20	Spain	0.24	0.60	0.44	Spain
Others	Australia	-0.01	0.10	0.04	Australia	0.18	0.59	0.36	Australia
	Canada	0.07	0.33	0.20	Canada	0.34	0.53	0.42	Canada
	Japan	0.33	0.16	0.25	Japan	0.44	0.40	0.42	Japan
	Norway	-0.22	0.49	0.20	Norway	-0.08	0.68	0.38	Norway
	Sweden	0.13	0.27	0.21	Sweden	0.39	0.61	0.50	Sweden
	Switzerland	0.45	0.44	0.45	Switzerland	0.70	0.64	0.67	Switzerland
	UK	0.19	0.43	0.31	UK	0.56	0.77	0.65	UK
	USA	0.08	0.32	0.19	USA	0.38	0.61	0.47	USA
Euroland ^{1,2}		0.42	0.56	0.49		0.56	0.77	0.66	
	Others ¹	0.13	0.32	0.24		0.36	0.60	0.48	
¹ Unweighted average. — ² Excluding Luxembourg.									
Source: Own calculations									

Table 6: Return Correlations of Foreign Stock Markets with the German Stock Market

	D-Mark	88-92	93-97	88-97	Local Currency	88-92	93-97	88-97	Hedged	88-92	93-97	88-97
Euroland	Austria	0.71	0.94	0.69	Austria	0.71	0.94	0.69	Austria	na	0.94	na
	Belgium	0.73	0.96	0.74	Belgium	0.74	0.96	0.76	Belgium	0.74	0.96	0.77
	Denmark	0.88	0.97	0.90	Denmark	0.88	0.98	0.91	Denmark	0.90	0.97	0.92
	Finland	0.71	0.61	0.61	Finland	0.53	0.70	0.61	Finland	0.48	0.70	0.58
	France	0.91	0.89	0.86	France	0.90	0.91	0.86	France	0.89	0.91	0.87
	Germany	1.00	1.00	1.00	Germany	1.00	1.00	1.00	Germany	1.00	1.00	1.00
	Ireland	0.98	0.92	0.94	Ireland	0.98	0.90	0.94	Ireland	na	0.99	na
	Italy	0.95	0.70	0.80	Italy	0.93	0.78	0.82	Italy	0.87	0.73	0.77
	Netherlands	0.94	0.96	0.94	Netherlands	0.95	0.96	0.94	Netherlands	0.94	0.96	0.94
	Spain	0.81	0.83	0.79	Spain	0.79	0.91	0.79	Spain	0.64	0.92	0.80
Others	Australia	0.69	0.47	0.61	Australia	0.68	0.53	0.62	Australia	0.49	0.52	0.53
	Canada	0.93	0.78	0.87	Canada	0.89	0.65	0.78	Canada	0.79	0.73	0.73
	Japan	0.81	0.04	0.55	Japan	0.96	-0.61	0.53	Japan	0.94	-0.60	0.48
	Norway	0.73	0.82	0.76	Norway	0.70	0.82	0.74	Norway	na	0.75	na
	Sweden	0.91	0.73	0.83	Sweden	0.92	0.83	0.88	Sweden	na	0.86	na
	Switzerland	0.66	0.88	0.77	Switzerland	0.73	0.93	0.84	Switzerland	0.71	0.94	0.83
	UK	0.88	0.92	0.84	UK	0.68	0.83	0.74	UK	0.68	0.80	0.73
	USA	0.77	0.70	0.75	USA	0.73	0.24	0.51	USA	0.72	0.24	0.51
Euroland ^{1,2} Others ¹		0.85	0.86	0.86		0.82	0.89	0.81			0.90	
		0.80	0.67	0.75		0.78	0.52	0.71			0.53	

¹Unweighted average. — ²Excluding Luxembourg.

Source: Own calculations

exhibited a general increase in co-movements. This mainly reflects the convergence of macroeconomic policies within Europe that had a high impact on the convergence of national interest rates. Equity markets were generally more closely linked to each other than bond markets. But while the links in the returns between European stock markets slightly tightened between 1988 - 1997, no such development was observable for the non-EMU stock markets; the ties between the markets even loosened, leading to a decline in the correlation during the period under review. Accordingly, from the view of portfolio theory, the quality of EMU bonds and equities as a hedge against the volatility in the returns of German assets generally worsened compared to that of their non-European counterparts.

All in all, with a glance at the descriptive statistics, market opportunities offered ample benefits from diversification to the German investor during the last decade. Higher returns of international securities, sometimes combined with lower volatility, were observed. Furthermore, return correlations were such that international bonds and stocks offered themselves as a means of smoothening portfolio returns.

2.3 The Demand for Foreign Financial Assets by German Banks

We will now analyze how the German investors responded to the diversification opportunities provided by the international financial markets. It would have been preferable to analyze the asset allocation behavior of German investors as a whole. However, the data available in this respect does not present themselves as trustworthy. They often are no more than mere estimations. We therefore chose to concentrate on the portfolios of German banks³ because data available on the banks' portfolio investment are timely and reliable. German banks have to report on a monthly basis to the Deutsche Bundesbank and face penalties in case they do not oblige with their duties. We feel that the concentration on banks' assets is justified on grounds that the exposure of banks' portfolios ought not to be below that of the average investor, since banks – as compared to small companies or private citizens – will have good market information, easy access to the marketable securities, and low transaction costs. Accordingly, their portfolios ought to be more diversified – their demand for foreign financial assets will be higher – than that of the average in-

³ Until noted otherwise, the term “banks” refers to credit banks exclusively.

vestor. If the banks are found to have a lower than expected asset demand, it can be safely assumed that so does the average investor.

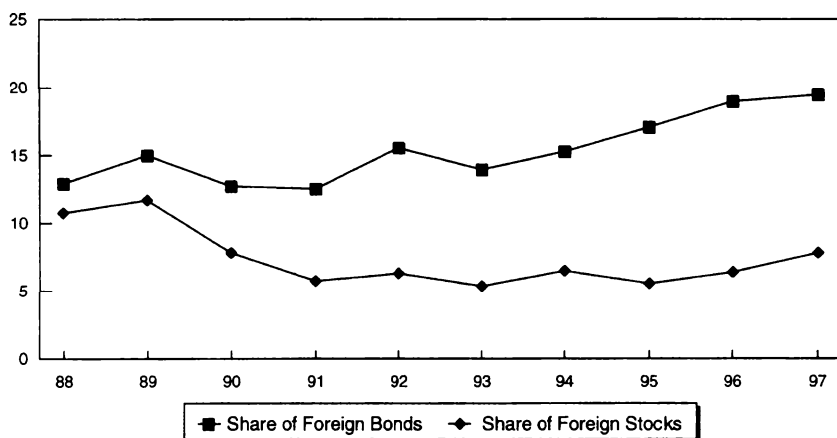
To our knowledge, an analysis of this type is done for the first time for German investors. Former work by Tesar and Werner (1992) concentrated on American investors and was based on estimations by the Federal Bank of international capital flows rather than on actually reported data. French and Poterba (1989) restricted their attention to the equity markets of the US, Canada, UK, Japan, and Germany. To our approach, it might be objected that banks have to keep in mind the allocation of their liabilities when deciding on their asset allocation.⁴ But this ought not to prevent them from diversifying internationally in order to hold mean-variance efficient portfolios since currency hedges are easily accessible to them (which cannot generally be said for individuals). Also, it should be noted that the reported equity holdings cover only those equities that do not constitute some kind of a controlling majority. Furthermore, it is assumed that the banks hold e.g. German assets in the same proportion as in the German market portfolio. Although this is not necessarily true, a wide variety of empirical evidence suggests that on average managed funds do not succeed in topping the market (Gruber 1996). Hence it is highly improbable that over the period under consideration the returns gained by banks on their portfolios were higher than the return on the market portfolio. Thus, it is justified to compute an optimally internationally diversified portfolio on the basis of the shares of the different national markets in the world market.

2.3.1 The Development of International Investments of German Banks

Total foreign portfolio holdings of the banks are reported in Figure 3. Portfolio assets account for roughly one third of total bank assets (Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik 1997) and thus constitute an important source of income generating assets. The share of foreign equity⁵ held as part of the total equity portfolio decreased at the end of the 1980s from roughly 12 percent to approximately 6 percent in 1991 and has remained fairly stable since then. The share of foreign bonds in the total bond portfolio continually increased during the observation period. At the end of 1997, it amounted to nearly 20 percent of all the bonds.

⁴ Baltensperger and Milde (1987) show that the separability of the two decisions is ensured only under certain assumptions.

⁵ The data on equities also include investment certificates.



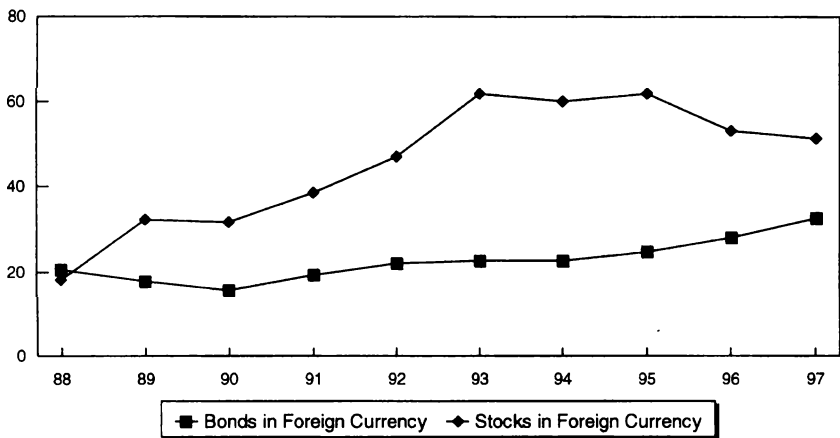
Source: Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik, own calculations

Figure 3: Foreign Bond (Equity) Investment of German Banks as a Percentage of Total Bond (Equity) Investment

Nevertheless, the numbers overstate the degree of international diversification of German banks since not all foreign portfolio investment takes place in foreign currency. Bonds issued by foreigners can also be placed in D-Mark. These securities behave very similar to bonds issued by German institutions. Their returns are similar to those of German issuers, and obviously, there is no exchange rate risk. Foreign equities traded in German stock exchanges do not necessarily behave like their counterparts elsewhere since international arbitrage is not possible. Furthermore, they do not carry any exchange rate risk either. Accordingly, they are not considered part of the “foreign portfolio”. Subsequently, the term “foreign asset” will refer exclusively to foreign assets issued in foreign currencies. Hence, the term “foreign” refers to the currency rather than to the issuer of the security.

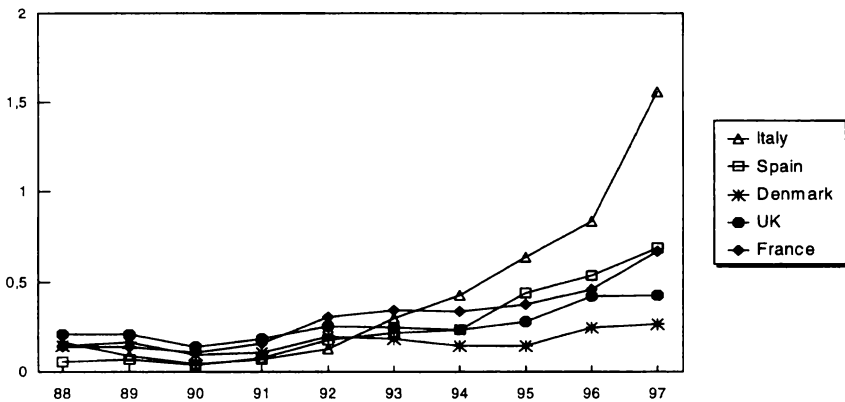
The percentage share of the foreign bond portfolio held in foreign currency of the overall bond portfolio rose almost continually from around 20 percent in 1988 to just over 30 percent in 1997 (Figure 4). The share of equities held in foreign currency tripled in the five years from 1988 to 1993 (from nearly 20 percent to over 60 percent), but decreased again during the last two years to around 50 percent.

These changes did not affect the holdings in every country to the same extent though. For example, while 10 years ago the exposure of the



Source: Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik, own calculations

Figure 4: Bond (Equities) held in Foreign Currency as Percentage of Total Foreign Bond (Equity) Portfolios



Source: Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik, own calculations

Figure 5: Percentage Share of Selected Foreign Bonds in Banks' Bond Portfolios

banks to bonds of Italian, Spanish, Swedish, and Danish issuers were approximately equal, they have developed very differently over time (Figure 5). Until 1993, hardly any changes were visible. Then the holdings in French, Spanish, and especially Italian bonds rose very fast (Italian bond holdings increasing by 600 percent), while the holdings of British bonds “only” doubled and the holdings of Danish bonds re-

mained virtually unchanged. Thus, although the holdings of foreign securities increased during the last decade, they still constitute only a minor part of total bank portfolios.

2.3.2 Asset Allocation of the Observed vs. the Benchmark Portfolio

We will now focus on how the asset allocation in the observed portfolios compares to that of potential benchmark portfolios. This analysis is possible to a different extent for bonds and equities. Data on bond holdings are available country by country.⁶ For equity, data are available only for country blocs.

Two benchmark portfolios are considered. The first one is the market portfolio. As suggested by the mean-variance model, the market portfolio will be chosen by investors if unlimited riskless lending and borrowing is available. The second benchmark is the optimal portfolio. It was computed on the basis of equation. We assumed no unlimited riskless lending and borrowing and we imposed short-sales constraints since many banks impose them internally as well. The computation was done on the basis of a traditional single-index model (Hielscher 1969), with the 62s estimated with monthly data from 1988:1 to 1997:12 using GMM-regression in order to correct for autocorrelation and heteroscedasticity. Since it is known that the such derived 62s exaggerate the systematic risk, they were corrected by the procedure suggested by Blume (1975) (see Appendix). The degree of risk-aversion is not directly observable. According to the Samuelson theorem, it can generally be expected to be approximately 2. Nevertheless, empirical investigations often find much higher values (e.g. Thomas and Wickens 1993). So the optimal portfolio was computed for different degrees of risk aversion (10, 15, and 30). An investor with a risk-aversion of 10 would already be considered fairly risk-averse, and an investor with a risk-aversion of 30 would be considered highly risk-averse.

The results allow us to draw two main conclusions (Table 7). *First*, investors' portfolios were tilted towards home securities much more heavily than suggested by the benchmark portfolios. In the market portfolio, German bonds have a share of only 7.27 percent, and the optimal portfolio with the highest German exposure also only shows a German engagement of 13.84 percent. In the observed portfolio, the percentage soared

⁶ The data are published by the Deutsche Bundesbank as aggregates only, but are available country by country on request.

up to 95.69 percent. The picture changes somewhat when Euroland as a whole is considered. Almost all the holdings of German banks were allocated within Euroland (98.36 percent), which is close to the percentage suggested by the optimal D-Mark or hedged portfolios for different degrees of risk aversion (between 82 percent and 92 percent). But within this group, 97 percent is held in Germany. Whether or not reallocation will take place after the introduction of the Euro depends on the causes of the allocation bias and will be discussed in the next section. *Second*, when the shares in the optimal D-Mark, local currency, and hedged portfolio are compared, the percentage held in German bonds is highest in the D-Mark portfolio. This is induced by the fact that the volatility of the other bonds increases heavily when converted into D-Mark. This increase in risk is obviously not compensated by an increase in returns, therefore rendering the German bonds relatively more interesting. The worsening in the risk-return-ratio leads to a lower weighting of these securities in the optimal portfolio. This by itself suggests that German investors mainly concerned with returns in D-Mark will to a certain degree hold more German bonds than will investors of other nationalities. For example, if the optimal portfolio in local currencies is considered, it would be optimal, even for the most risk-averse investor, not to include German bonds at all in the portfolio. If the D-Mark is considered to be the reference currency, this percentage rises up to 13.84 percentage points for the very risk-averse investors. So the tilting of portfolios towards home assets is to a small degree explained by mean-variance-considerations, but those cannot nearly explain the observed extent of the home-bias (95.69 percent instead of 13.84 percent). When we turn to equities, a similar picture emerges (Table 8 and Table 9).⁷ The observed portfolios were heavily tilted towards home securities. The banks held 96.8 percent of their stock portfolio in German equities whereas the market share of German equities amounted to 3.68 percent, and at the most 3.48 percent would have been included in an optimal portfolio (in the hedged portfolio with a risk aversion of 30). Again, for EU-holdings as a whole, the picture is somewhat different. The difference in the holdings between the observed and the benchmark portfolio is not as wide. In the market portfolio approximately 21 percent European equities would have been included and between 32 and 61 percent in the optimal portfolio, depending on the degree of risk aversion and on the reference currency.

⁷ It would have been preferable to refer to the same categories, i.e. Euroland and others, as above. Unfortunately, due to constraints in the data, this is not possible.

Table 7: Shares of Bonds in Observed, Market, and Optimal Bond Portfolios

	Share in observed portfolio	Share in market portfolio	Share in optimal portfolio					
			D-Mark		Local Currency		Hedged ²	
			p=10	p=15	p=30	p=10	p=15	p=30
Euroland	Austria	0.11	10.81	16.41	24.58	0	0	8.47
	Belgium	0.09	16.94	16.47	14.89	0	2.03	11.91
	Denmark	0.18	17.07	13.73	7.72	4.62	8.95	12.94
	Finland	0.23	2.86	2.19	1.67	12.75	9.80	5.26
	France	0.31	20.48	15.76	11.54	0	0	0
	Germany	95.69	7.27	0	7.65	0	0	0
	Ireland	0.13	0.40	5.45	3.79	0	0	0
	Italy	0.44	4.00	0.68	0.5	20.79	14.63	7.36
	Netherlands	0.93	3.06	1.80	5.06	0	0	0
	Spain	0.26	1.27	6.67	5.84	30.5	28.83	17.32
Others	Australia	0.11	2.32	0.98	0	2.93	1.56	0
	Canada	0.22	0	0	0	0	0	0
	Japan	0.29	25.45	0	0	0	0	0
	Norway	0.05	0.22	11.30	9.59	13.27	22.65	26.30
	Sweden	0.22	1.78	1.19	0.65	15.14	11.54	8.82
	Switzerland	0.06	0	0	5.14	0	0	1.61
	UK	0.26	1.84	0.84	0	0	0	0
	USA	0.43	0	0	0	0	0	0
Euroland ¹	98.36	25.87	82.76	87.40	87.78	35.45	35.34	42.94
Others	1.64	74.13	17.24	12.60	12.22	64.55	64.66	65.69
EU ¹	98.89	32.65	97.68	99.02	94.86	60.31	64.83	76.11
Others	1.11	67.35	2.32	0.98	5.14	39.69	35.17	23.89

¹Excluding Luxembourg. — ²93-97.

Source: Own calculations

Table 8: Shares in Optimal Stock Portfolio

	D-Mark	p=10	p=15	p=30	Local Currency	p=10	p=15	p=30	Hedged	p=10	p=15	p=30
Euroland	Austria	0	0	0	Austria	0	0	0	Austria	0	0	0
	Belgium	5.99	7.34	13.85	Belgium	5.23	7.8	13.38	Belgium	0	2.87	8.36
	Denmark	9.07	8.05	6.6	Denmark	9.61	8.7	7.26	Denmark	1.62	4.92	5.12
	Finland	0	0	0	Finland	0	0	0	Finland	29.32	19.18	12.87
	France	0	0	0.82	France	0	0	0.61	France	0	0	0
	Germany	0	0.64	1.98	Germany	0	0.59	1.85	Germany	0	2.43	3.48
	Ireland	1.54	2.87	4.29	Ireland	2.19	3.34	4.12	Ireland	0	0	2.91
	Italy	0	0	0	Italy	0	0	0.93	Italy	0	0	3.33
	Netherlands	22.47	13.28	6.68	Netherlands	18.42	14.91	6.15	Netherlands	24.56	22.02	15.72
	Spain	0	0	0	Spain	0	0	0	Spain	5.55	6.32	4.6
	Australia	0	0	4.2	Australia	0	0	3.64	Australia	0	0	0
	Canada	0	0	0	Canada	0	0	0	Canada	0	0	0
Others	Japan	0	0	0	Japan	0	0	0	Japan	0	0	0
	Norway	2.78	9.91	13.14	Norway	4.79	10.49	13.13	Norway	0	0.86	9.96
	Sweden	6.81	5.23	3.28	Sweden	18.74	14.72	8.28	Sweden	11.60	11.03	8.37
	Switzerland	26.83	23.28	17.44	Switzerland	26.61	23.10	17.03	Switzerland	27.35	30.37	22.64
	UK	1.08	4.0	8.91	UK	1.33	4.28	11.76	UK	0	0	0
	USA	23.43	25.4	18.81	USA	13.08	12.07	11.85	USA	0	0	3.16
		39.07	32.18	34.22		35.45	35.34	42.94		61.05	57.74	55.87
		60.93	67.82	65.78		64.55	64.66	65.69		38.95	42.26	44.13
		49.74	51.32	59.55		60.31	64.83	76.11		72.65	69.63	74.20
		50.26	48.68	40.45		39.69	35.17	23.89		27.35	30.37	25.80

¹Excluding Luxembourg.

Source: Own calculations

Table 9
**Shares of Foreign Stocks in Observed Stock Portfolios
 versus Respective Market Portfolios**

	Share in observed portfolio	Market portfolio
Germany	96.8	3.68
EU ¹	99.26	21.06
Others	0.74	77.12

¹Including Germany.

Source: Own calculations

2.3.3 The Performance of the Observed versus the Benchmark Portfolios

The previous analysis revealed that German banks showed a heavy preference for securities issued in German rather than in foreign currency. How successful was this strategy in terms of risk and return?

The return of the observed portfolio (or market portfolio, respectively) was calculated as

$$(6) \quad \sqrt[5]{\left(\sum_{i=1}^{18} x_i r_i - 1 \right) * 100}$$

where x is the share of the respective country's securities in the observed (market) portfolio, r is the respective return. Thus the average return is calculated as the geometric mean of arithmetic annual means.

Banks could have improved the performance of their portfolios if instead of the observed bond portfolio, they had held the market portfolio (Table 10). The average annual return of the D-Mark market portfolio exceeded that of the observed portfolio by more than 2 percentage points if expressed in D-Mark and by roughly 2.5 percentage points in local currency. If hedged, the excess return still amounts to 0.4 percentage points annually. The returns of the optimal portfolio exceeded those of both the market portfolio and of the observed portfolio. Yet, the volatility of the market bond portfolio was higher than that of the observed portfolio, at least if expressed in D-Mark.

A common indicator to evaluate risk against return is the Sharpe ratio, which measures return per unit risk and is computed as

Table 10
**Return, Volatility and Sharpe Ratios of the Observed,
the Market, and the Optimal Bond Portfolio**

Observed Portfolio	German Mark			Local Currency			Hedged ¹		
	Return	Volatility	Sharpe Ratio	Return	Volatility	Sharpe Ratio	Return	Volatility	Sharpe Ratio
	7.48	5.78	0.39	7.45	8.81	0.85	8.24	6.49	1.27
Market Portfolio	Return	Volatility	Sharpe Ratio	Return	Volatility	Sharpe Ratio	Return	Volatility	Sharpe Ratio
	9.39	9.11	0.46	8.83	5.27	1.67	8.98	6.47	1.39
Optimal Portfolio	Return	Volatility	Sharpe Ratio	Return	Volatility	Sharpe Ratio	Return	Volatility	Sharpe Ratio
ρ=10	10.01	na	na	12.24	na	na	9.63	na	na
ρ=15	9.49	na	na	11.94	na	na	9.3	na	na
ρ=30	8.75	na	na	10.90	na	na	9.15	na	na
¹ 93-97.									

Source: Own calculations

$$(7) \quad \text{Sharpe Ratio} = \frac{\text{Mean excess returns}}{\text{Standard deviation}}$$

When this measure is used, the market portfolio fares better than the observed portfolio independently of the reference currencies. In all three cases it provides a higher return per additional unit of risk.

When the equity holdings of German credit banks are compared to the world market portfolio, a similar picture emerges (Table 11). Here, the market would have provided lower returns than the observed portfolio, but the volatility of the market portfolio has been lower than that of the observed portfolio as well. Accordingly, the market portfolio renders more favorable Sharpe ratios than the observed portfolio.

The demand for foreign financial assets of German credit banks thus remained below what would have been expected based on the opportunities the markets offered and also below the level implied by preferences as captured by the investors' risk aversion. These findings are similar to the ones for the US and Canada (Tesar and Werner 1992).

Table 11
Average Annual Return, Volatility, and Sharpe Ratio of the Observed, the Market, and the Optimal Equity Portfolio

D-Mark				Hedged ¹		
Observed Portfolio	Return	Volatility	Sharpe Ratio	Return	Volatility	Sharpe Ratio
	15.79	22.24	0.47	20.89	19.91	0.79
Market Portfolio	Return	Volatility	Sharpe Ratio	Return	Volatility	Sharpe Ratio
	13.54	14.06	0.59	21.72	12	1.37
Optimal Portfolio	Return	Volatility	Sharpe Ratio	Return	Volatility	Sharpe Ratio
ρ=10	19.96	na	na	30.43	na	na
ρ=15	19.19	na	na	28.98	na	na
ρ=30	17.55	na	na	25.96	na	na

¹93-97.

Source: Own calculations

2.4 Is the Asset Demand Home Biased or Currency Biased?

To evaluate the impact of the torsion towards home assets after the introduction of the Euro, it is important to discern whether we are facing a “real” home bias or rather a currency bias. The question is whether investors prefer bonds because they are issued by an issuer of their own nationality or because they are issued in the investor’s currency. If investors preferred assets by issuers of their own nationality, the arrival of the Euro would be unlikely to change the demand for foreign assets. Investors would still prefer their home bonds and stocks over that of other Euro-land members, even if both were denominated in Euro. If investors are currency biased, the introduction of the Euro would largely affect the demand for foreign assets within Europe. Bonds and stocks of Euro-land would turn into close substitutes, the investors’ demand that is so far focused on home currency assets would extend to comparable Euro-denominated assets.

Although it is difficult to isolate the two biases, the available evidence points towards the second direction. The approach usually chosen to discern home bias from currency bias is to look at the nationality of the lead manager placing the issue in the market and at the currency denomina-

tion of the issue. Hence, this approach assumes that access to a national market is best assured through a lead manager of the same nationality. If, on the one hand, the nationality rather than the currency would be the final criterion for an investor's decision, German issuers would generally choose German lead managers in order to secure privileged access to the German market where the demand for the issues would be highest. That should be observable independent from the fact whether their bonds were denominated in D-Mark, French Franc, or Czech Koruna. If, on the other hand, in the majority of the cases German issuers place their D-Mark denominated bonds primarily through German lead managers, French franc denominated-bonds through French lead managers etc., this would support the currency bias hypothesis because then the issuers were trying to gain access to the markets where the issue's currency dominates independently of the nationality of the issuer.

This latter pattern was frequently found. It was observed by Balder et al. (1985) who detected a strong influence of the nationality of the lead manager on the currency denomination for all but Eurodollar issues. Dermine (1996) reached a similar conclusion. Giavazzi assembled data on the nationality of the lead manager chosen by the World Bank.⁸ He found that the World Bank also displayed a distinct preference to chose a lead manager of the same nationality as the bonds' currency. If investors had a home bias rather than a currency bias, the World Bank would have no reason to do so. It could choose the lead manager independent of the issues' currencies. Furthermore, the effects of a combination of customer nationality and the currency denomination of the choice of the lead managers also point to the dominance of currency effects over home effects in the European market (Table 12).

The prevalence of a currency bias does not completely rule out the presence of a home bias, however. Particularly for smaller corporations without excellent credit ratings, informational asymmetries might be of some importance. Those are shaped by the transparency of financial markets and – in an international context – by the comparability of institutional structures. Hence, while the currency bias will fully disappear with the inception of the Euro, the scope for the home bias will diminish only as constitutions converge.

⁸ Information was taken from a personal conversation, March 13, 1998.

Table 12

Currency and home-country relationship in the choice of the lead manager, 1996

Borrower	German lead manager Currency			Borrower	French lead managers Currency		
	D-Mark	Other	All		French Franc	Other	All
German	44	16	24	French	86	10	25
Other	37	2	5	Other	75	2	5
All	39	4	8	All	77	2	6
Borrower	UK lead manager Currency			Borrower	Dutch lead manager Currency		
	Pound	Other	All		Guilder	Other	All
UK	40	21	31	Dutch	83	26	48
Other	48	3	5	Other	85	2	3
All	44	4	7	All	84	2	5
Borrower	US lead manager Currency			Borrower	Japanese lead manager Currency		
	Dollar	Other	All		Yen	Other	All
US	86	46	76	Japanese	75	46	59
Other	54	13	28	Other	87	6	14
All	64	16	37	All	84	8	17

Note: Each entry shows the market share of the respective lead managers for issues of the indicated nationality in the indicated currency.

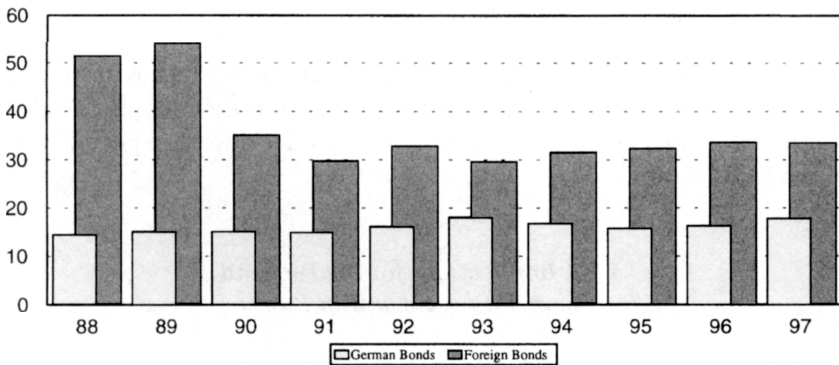
Source: McCauley and White (1997)

2.5 Persisting Restrictions on the Demand for Foreign Financial Assets

So far, we have concentrated on German credit banks. Are they representative as to their investment behavior for German banks as a whole? No. Although they could already gain considerably from increasing their demand for foreign securities, their degree of international diversification was clearly above average. While in 1997 their holdings of German bonds only amounted to approximately 15 percent of the German bonds held by the German banking sector, their respective share of foreign bonds amounted to more than 30 percent (Figure 6).

Which are the reasons for this even more pronounced lack in the demand for foreign assets by German banks as a whole besides the currency bias? The abolition of capital controls does not imply that every institution can freely choose where to conduct portfolio investment. For example, German savings banks, which hold roughly one third of the relevant market, are restricted in their choice of asset allocation.⁹ In the

⁹ The following refers to the "constitution" of the savings banks of Hessen that was in effect until the end of 1997. Savings banks in other German Länder have very similar constitutions.



Source: Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik, own calculations.

Figure 6: Share of Foreign and Domestic Bond Holdings of German Credit Banks in the Respective Holdings of German Banks as a Whole

period under consideration, savings banks were confined to keeping stocks traded in German stock exchanges. Accordingly, they could not hold stocks traded in any other places worldwide. They were only able to keep foreign bonds issued in D-Mark. And furthermore, the investment certificates they bought had to be issued either by a German investment organization or by an investment organization owned by a European central institution of the savings banks. They were not in a position to make adequate use of the gains from international diversification.¹⁰ The rules of the constitution have been changed since the beginning of 1998 and now they offer increased possibilities for international diversification to the savings banks. It ought to be expected that their holdings of foreign securities will rise accordingly. But nevertheless, the new constitution categorizes the holdings according to the geographic location of the issuer and not the currency in which the securities are issued. So even after the introduction of the Euro, securities issued e.g. by a French bank cannot constitute the same share of the portfolio as securities issued by a German bank. As long as regulations like these, which hardly find wide attention, will remain in effect, the impact of the Euro on financial markets will be less than it might be otherwise.¹¹

¹⁰ The only way to diversify would have been a very indirect one. The central organizations of the savings banks, the Landesbanken, are not restricted by the constitution. They could have diversified and the savings banks would have participated in the accrued gains.

¹¹ For some time, attention has been drawn to the fact that German insurance funds are heavily restricted in their choice of asset allocation. As a consequence,

2.6 Implications

We will now consider which implications these findings carry for the demand of asset within the EMU zone as well as internationally. First we begin by considering the implications for the effects to be expected within the EMU zone.

2.6.1 Implications for the Demand for Financial Assets within Euroland

The implications of how the asset demand between the future member countries will evolve depends crucially on the predictions on how the motives for holding assets, preferences which are mainly reflected in the currency bias and – to a lesser extent – market opportunities, will develop. As to the currency bias, it will disappear with the abolition of the different national currencies. Accordingly, an increased demand for the assets issued outside Germany within Euroland is likely to develop. The effect will gain the more momentum the more governments will convert their already securitized debt into the new currency. This by itself is likely to entail an increase in the capital mobility between the member countries of Euroland. With the elimination of the currency bias, the returns of comparable securities issued by residents of different countries will attract even more attention than is already the case. The evolution of a single benchmark is regarded as the most likely scenario for the shorter maturities, up to one or two years (McCauley 1997). For this time horizon, the credit ratings across the member countries are not expected to differ. Thus, the short-term bonds of Euroland issuers will turn into very close substitutes. For longer-term securities, matters are different. Risk-premia will have to be paid by countries and companies considered less credit-worthy. Risk-averse investors will refrain from including the bonds in their portfolios. At the same time, investors prepared for taking on some risk in order to realize higher returns will be eager to add these securities to their portfolios. Accordingly, demand will be neither tilted especially towards or away from these securities.

their holdings of foreign bonds and shares were heavily underweight in their portfolio. While they held 13.6 percent of the total equities of the domestic sector, they only had 2.4 percent of the foreign equities. For bonds, the figures were not quite as bleak. Here the insurance companies owned 9.9 percent of the bonds of the domestic sector, but only 4.3 percent of foreign bonds.

With the ongoing macroeconomic harmonization and especially with the unified monetary policy, return correlations of bonds of the same maturities will be practically 1, thus not influencing investment decisions within Euroland. The synchronization of business cycles will induce a further increase in the return correlations of equities. In normative theory that would lead to a reduction in diversification. But since our analysis has shown that the correlations between markets do not seem to influence investors's decision in the way predicted by the portfolio theory to a large extent, this expected increase in correlations is not likely to lower capital mobility within Euroland. Furthermore, the volatility in the returns of securities whose issuers have different nationalities will converge towards a common level. Thus, market opportunities are not likely to reduce the increased intra-Euroland demand for securities induced by the abolition of the currency bias.

Besides the factors already discussed, the extent of the increase in demand will depend on how the institutional harmonization of the financial markets will proceed. Nowadays, security markets are still segmented by different settlement techniques, different interest day counts etc. It seems likely that the increased demand for formerly foreign assets will start a round of harmonization which by itself will induce further demand of these formerly foreign assets. Keating (1996) cautions that major financial markets might be tempted by the prospect of achieving benchmark status on their own terms rather than cooperating in order to create a liquid, unified market. Increasing competitive pressure between the financial markets is likely to prove such attempts to be short-lived and unsuccessful. Nevertheless, the already major financial centers are likely to establish themselves as benchmark providers due to their advantages in knowledge, experience, and economies of scale and scope.

Thus, the potential winners of the introduction of the Euro can be cautiously predicted as, on the one hand, the issuers with residency in smaller countries who will profit from the future absence of a currency bias. Their securities will prove to be of interest to investors who formerly ignored currencies of minor importance. On the other hand though, this by itself does not imply that the minor financial markets are going to profit to the same extent. It seems rather likely that the major financial centers can establish themselves as benchmark providers and handle the vast majority of trade in securities independently of the residency of the issuer.

2.6.2 Implications for the International Asset Demand

On an international level, the importance of the currency bias will limit the potential of an increased demand for portfolio asset in Europe. Accordingly, the development of market opportunities will find greater attention.

General market risk of an international investment will become easier to evaluate since there will be less markets to follow which in turn will lead to higher market transparency. The development of the risk in the more traditional sense of the word, the volatility, is harder to access. Some observers claim that there is a period of higher volatility coming up since the new, big and powerful European Central Bank (ECB) will be able to follow a policy of “benign neglect” paying little attention to exchange rate movements and therefore having little ambition to smoothen volatility. The other position (Dornbusch et al. 1998) seems more realistic predicting that the volatility of the Euro against other major currencies will be fairly low. Since, in the light of the Euro’s limited role as a means of financing trade transactions, European central bankers will still have an interest in stable exchange rates and with only one currency to worry about, their task of achieving an exchange rate smoothing appears more feasible. Both considerations – higher transparency and relatively low exchange rate volatility between Euroland and other industrial countries – favor an increased mutual demand for portfolio assets.

The relative return opportunities the Euro offers compared to the other leading currencies are hotly disputed issues at the moment. Some observers are convinced that the ECB will have to start with an especially firm monetary course in order to build up credibility, others feel that this notion can be dismissed on grounds of the troubling high unemployment throughout Europe. However, after a transition period, it is to be expected that the difference in relative rates of return will depend more on business cycle activity than on one currency generally being strong and others being weak. Thus, at one time Euroland will provide higher returns than the Dollar or Yen and, at other times, it will be the other way round. As nowadays, portfolio investment will relocate accordingly, but the asset demand will not generally be channeled towards one direction or the other. Correlations between financial markets within and outside Euroland will find increased attention since hedging opportunities stemming from imperfect return correlations within the Euro-zone countries will have virtually disappeared. Therefore, investment in non-Euro as-

sets will be of increased importance as a portfolio hedge. This consideration also points towards a slow but gradual increase in the demand for international asset.

3. The Euro and Corporate Financing Decisions

The introduction of the Euro will not only affect the demand for financial assets in Europe, it is also likely to have an impact on the supply side of financial markets. As all public bonds will have to be denominated in Euro after 1999, the volume and the liquidity of European bond markets will rise substantially. Because governments will be legally required to denominate all newly issued bonds in Euro, it is easy to establish that the size of the government bond market in the Euro-zone will at least equal the sum of the markets of the currency union's members. It is, in contrast, more difficult to pin down an unambiguous impact of the Euro on the financing decisions of private entities. The introduction of the Euro creates a financial market in Europe in which all financial instruments will be denominated in the same currency. Beyond the static, market-size effect, the Euro may influence the financial structure of firms. This dynamic effect would alter the relative importance of different sources of financing.

Our discussion of the supply-side effects of the Euro focuses on the potential for these dynamic effects. We restrict our analysis to the five largest European economies (Germany, France, Italy, United Kingdom, Spain). These economies account for approximately 80 percent of GDP in the EU and are thus a fairly representative sample.

Data from the United States are presented as a reference. Evidently, the experience of the US cannot be taken as a neutral benchmark because financial structures are distorted through at least two regulatory peculiarities. *First*, according to the Glass-Steagall act of the 1930s, commercial and investment banking activities are separated. Although recent evidence suggests that even in the US a special type of universal banking system has emerged (Calomiris 1998), this Act has certainly caused an adjustment of financial structures and – arguably – a greater reliance of firms on market finance than would have been the case otherwise. The absence of these restrictions in Europe *a priori* implies a smaller role for market-based finance. *Second*, branching restrictions have until recently prevented US banks from expanding on a national scale. Because the abolition of these restrictions has fostered mergers and ac-

quisitions in the US banking industry, however, the US evidence potentially holds important lessons for Europe.

Changes in the relative demand for financial assets and in market size alter the relative prices on these markets. Lower costs of external bond and equity finance, in particular, are likely to trigger supply-side responses and thus dynamic adjustments of financial structures. These cost reductions could arise through three channels:

- *First*, the elimination of exchange rate risk and – which is a corollary of the first – the use of a single benchmark interest rate for the valuation of financial assets is likely to reduce the costs of issuing bonds in foreign markets. This effect mainly has an impact on the fixed income market rather than on the equity market on which rates of return are linked to real assets. The elimination of exchange rate risk also implies that hedging costs for intra-European exchange rate risks become zero.
- *Second*, the creation of a broader and thus more liquid market for funds will lower liquidity risk premia. While none of the European financial markets in isolation accounted for more than 7 - 8 percent of worldwide securities' market capitalization at the end of 1996, the combined share of Euroland will be almost 30 percent (Walter 1998).
- *Third*, risk premia which are due to informational asymmetries are likely to decline. As all balance sheets will be published in one currency, firm-level data will become more easily comparable, and costs of obtaining information will be reduced. Because the main competitive advantage of banks stems from the fact that they have better information on their customers than other intermediaries, this can be expected to reduce the reliance of firms on intermediated (bank) finance and to increase the demand for securitized (bond) finance.¹² This effect, however, should not be overestimated. The comparability of firms' balance sheets across countries is also significantly affected by differences in accounting standards and other institutional factors. Hence, the Euro will not make financial data fully comparable to the extent that accounting systems remain non-harmonized.¹³ In addi-

¹² See also Prati and Schinasi (1997), McCauley and White (1997), and Dermine (1995).

¹³ Although accounting standards in Europe have in principle been harmonized on the basis of several EU-directives, some national leeway remains (Monopolkommission 1998: 49).

tion, publishing financial data in Euro will be mandatory only from the year 2002 onwards.¹⁴

Lower costs of debt and (external) equity should – at the margin – induce firms to shift their sources of financing towards these instruments. However, the incentives to adjust financial structures differ between countries, depending on the current structure of financial markets and on the importance of other institutional factors which affect financing decisions. Unfortunately, the available empirical evidence provides us with fairly little reliable information about the determinants of financial structures. The following section presents some stylized facts which have been borne out by earlier studies.

3.1 Financial Structures and their Determinants – Some Stylized Facts

A comparison of the structure of financial assets between Europe and the US reveals striking differences. In the US, equity accounted for 30 percent of the stock of financial assets at the end of 1995 while bank assets contributed only 22 percent (Dufey 1997). In Europe, these shares were 10 and 57 percent, respectively. Taken at face value, these stark differences between Europe and the US would imply that markets play a decidedly greater role in the financing of firms in the US, and that financial structures should converge as the Euro creates larger markets in Europe. Yet, taking a look at the actual financial structures of firms and at their likely determinants suggests that the dynamic adjustment processes will be more complex.

Prima facie, balance sheet data of non-financial firms for the years 1980 through 1995 show a quite heterogeneous pattern of financial structures (Table 13). With regard to equity finance, the countries roughly fall into three groups. Firms in the UK and in the US had the highest equity shares with over 50 percent of their balance sheet total. German, French, and Spanish firms followed with shares of about 36 - 40 percent, and the equity share of Italian firms was only 24 percent. Yet, most of the differences in equity finance between Germany and other European countries disappear if a common methodology is used to read national statistics and if factors such as differences in branch and ownership structure are accounted for (Deutsche Bundesbank 1994). Further-

¹⁴ Between 1999 and 2001, firms can choose whether to use the national currency or the Euro for their accounting.

more, the importance of stock markets relative to GDP is quite similar in continental European countries. In November 1996, the market capitalization relative to GDP stood between 23 percent in Italy and 39 percent in France (Deutsche Bundesbank 1997). This was substantially less than in the UK (152 percent) or in the US (122 percent).

Table 13
Financial Structure of Non-Financial Firms 1980 - 1995

	1980-1985	1986-1990	1991-1995	1980-1995
<i>Germany</i>				
Equity	35.3	39.0	39.5	38.1
Share capital	13.5	13.3	12.2	12.9
Short-term liabilities	41.6	43.1	45.0	43.4
Long-term liabilities	16.9	16.4	15.2	16.1
Other financing	6.2	1.6	0.4	2.5
<i>France</i>				
Equity	...	...	37.4	36.5
Share capital	...	...	14.9	14.5
Short-term liabilities	...	...	33.5	34.4
Loans from banks	...	...	3.0	3.7
Trade credits received	...	...	21.8	22.6
Long-term liabilities	...	...	29.2	29.2
Bonds	...	...	9.0	8.6
Long-term borrowed funds	...	...	20.2	20.6
<i>Italy</i>				
Equity	...	25.6	24.0	24.3
Share capital	...	15.5	15.3	15.3
Short-term liabilities	...	50.3	52.1	50.9
Loans from banks	...	9.2	10.2	9.8
Trade credits received	...	27.9	27.9	27.6
Long-term liabilities	...	24.1	23.9	24.9
Bonds	...	5.3	3.2	4.5
Long-term borrowed funds	...	18.9	20.7	20.4
Loans from banks	...	9.1	8.5	9.1
<i>Spain</i>				
Equity	...	42.2	40.8	41.1
Share capital	...	17.1	17.5	16.8
Short-term liabilities	...	34.1	38.2	35.6
Loans from banks	...	9.1	9.4	9.6
Trade credits received	...	20.0	20.8	19.4
Long-term liabilities	...	23.7	21.1	23.3
Bonds	...	6.2	4.1	5.3
Long-term borrowed funds	...	17.5	17.0	18.0
Loans from banks	...	14.5	12.0	14.0

	1980-1985	1986-1990	1991-1995	1980-1995
<i>United States</i>				
Equity	66.1	55.7	49.1	57.0
Short-term liabilities	18.5	22.4	24.1	21.6
Loans from banks	6.1	7.2	6.9	6.8
Trade credits received	7.7	8.1	9.4	8.4
Long-term liabilities	15.5	22.0	26.8	21.4
Bonds		13.7	16.8	13.4
Long-term borrowed funds	5.5	8.3	10.0	7.9
<i>United Kingdom</i>				
Equity	...	62.4	55.5	59.8
Short-term liabilities	...	37.0	39.9	37.8
Loans from banks	...	13.3	13.2	12.7
Trade credits received	...	9.5	8.4	9.4
Long-term liabilities	...		4.7	2.4
Last column: UK: 1982-1995, France: 1989-1995, Italy: 1982-1995				

Source: OECD (1997c)

The size of equity markets and of other stock variables reflect the historic pattern of investment financing rather than the financial sources for new investments. Analyses based on flow data have shown that stock markets – on average – played a relatively modest role in financing new investment even in the UK and in the US (Corbett and Jenkinson 1998).¹⁵ At least between 1980 and 1989 (1994), new equity issues have made a negative contribution to the net financing of firms in the UK and in the US. In all countries studied, the bulk of financial sources came from retained earnings.¹⁶

While the dominance of retained earnings to finance investment is a pattern commonly found, continental Europe and the US differ with regard to the structure of their external sources of financing. This is evidenced by differences in the relative importance of credits and bonds. In the period under review, bond finance was clearly more important in the US (13 percent of liabilities) than in the European countries. Yet, it was also relatively high in France (8.6 percent). Italian firms differed from firms in the rest of Europe not only in their limited reliance on equity

¹⁵ Note however that these average figures mask crucial differences because the importance of outside equity finance has changed over time and across sectors and may thus be fairly important at the margin.

¹⁶ These findings have been criticized on the grounds that the financing of gross rather than net investment has been considered and that initial balance sheet conditions have not been taken into account (Garrett 1998). Yet, for the purpose of our analysis it suffices to note that the results are based on the same methodology for all countries.

finance, they had also received an above-average share (about 50 percent) of their financial funds through short-term loans and a share of about one third through trade credit. The use of trade credit is also characteristic for France and Spain (about 20 percent of liabilities). For France, Breig and Wilson (1996) explain this with the fact that the Banque de France disseminates information about borrowers to suppliers which reduces non-bank lenders' informational disadvantages. If this line of reasoning is true, the adoption of common standards for the disclosure of borrower information under a single currency should reduce French firms' reliance on trade credit.

European firms do not appear to be more heavily reliant on short-term bank credit than firms in the US. Short-term bank finance, for example, accounted for 6.8 percent of US firms' financial resources which is not much less than for Spain or Italy (9 - 10 percent). In contrast to the conventional wisdom, bank finance is also relatively unimportant for German firms as a whole (Brichs-Serra et al. 1997: 47).¹⁷ Corbett and Jenkinson (1998) come to a similar conclusion based on their analysis of flow data. They fail to classify Germany as a bank-based economy – bank finance made a small and declining contribution to total finance over time, while bond and equity finance were relatively unimportant as well.

Looking at aggregated data on the financial sources of firms may underrate the importance of banks in providing access to outside finance. An extensive literature has been concerned with the importance of close relationships between banks and firms. Such relationships can be beneficial for firms for two reasons:¹⁸

First, close banking relationships may give small and mid-sized firms as well as firms in financial distress privileged access to external finance. Two recent empirical studies do indeed support the hypothesis that close relationships between banks and firms in Germany positively affect loan contract terms (Elsas and Krahnen 1997, Harhoff and Körting 1997).¹⁹ *Second*, close relationships with bankers may improve the corporate governance of large firms. If there is truth to the argument that

¹⁷ At the same time, bank finance plays a comparatively important role for small and mid-sized German firms. Even during periods of tight monetary conditions, smaller firms seem to have fairly good access to bank credit (Stöß 1996).

¹⁸ See Brichs Serra et al. (1997) and Buch (1998a) for a survey of the literature and for a comparative assessment of the role of banks in Germany and in the US.

¹⁹ However, the studies in part contradict each other and are to some extent based on subjective assessments of the type of a banking relationship. Harhoff and Körting, for example, include a variable which intends to capture "mutual

German firms face lower costs of external finance because they have established close relationships with their Hausbanks, cutting these ties would be costly for the firms, and a quick adjustment of financial structures would be unlikely.

While quite substantial differences between the countries with regard to their degree of leverage seem to persist, Rajan and Zingales (1995) argue that adjustments for differences in accounting standards and for different definitions of leverage can account for most of the observed variation. After making these adjustments, only two groups of countries appear to be decidedly distinct: Firms in the UK and in Germany have lower leverage ratios than firms in the other G7-countries. Rajan and Zingales thus likewise fail to classify financial systems into bank- and market-oriented systems. They rather argue that differences in tax codes,²⁰ bankruptcy legislation, and in the state of development of the bond market can account for variations in financial structures.

As securitized finance has gained in importance already in the past, the role of traditional bank credit could be expected to have declined. Yet, for the European countries, there are no indications that the banking sector has been shrinking over the past decade (Table 14). Bank credit to the private sector relative to GDP has declined by a few percentage points only in France but has stayed constant or even increased in the other countries.²¹ Because the introduction of the Euro lowers the costs of bond finance, we may observe a concomitant decline in bank credit in the future. Even if the Euro should lead to a greater use of bonds instead of traditional bank credit, this does not immediately entail that banks would significantly lose in importance. Boyd and Gertler (1995) show for the US that the importance of banks is measured incorrectly if their off-

trust". They do not find support for the argument that Hausbanks rescue firms in financial crises. Elsas and Krahnen, in contrast, find that Hausbanks tend to grant loans to firms which are being downgraded. Yet, the classification of a particular banking relationship is based on the assessment of the loan officer in charge. If the officer bases his assessment on the fact whether or not "distress lending" has occurred in the past, no inference can be drawn.

²⁰ For Germany, the Monopolkommission (1998: 45 ff.) argues that the tax code discourages firms to raise external equity. Even if these disincentives to provide equity finance from the point of view of an investors have been reduced to some degree by recent legislative changes in Germany, they remain reflected in the stock data.

²¹ Notice that the data for the US are not immediately comparable because only commercial banks are considered. If credit unions and money market funds are included, the ratio of private credit over GDP rises to 65 percent which is a value similar to that of Spain.

Table 14: Structure of the Balance Sheets of Commercial Banks (in % of End-Year Balance Sheet Total) 1988 and 1995

	France		Germany		Italy ¹		Spain		UK ²		USA ²	
	1988	1995	1988	1995	1988	1995	1988	1995	1988	1995	1988	1995
Assets												
Cash & balance with central bank	2.1	0.2	2.3	1.3	7.9	3.1	8.1	2.5	1.5	0.7	5.4	4.4
Interbank deposits	42.4	39.6	23.8	21.9	7.4	6.0	13.5	16.8	18.3	13.8	5.9	2.8
Loans	36.3	34.0	55.5	54.6	41.0	42.4	45.1	41.1	61.2	52.1	64.3	63.4
Securities	8.7	18.8	15.8	20.0	17.2	13.9	20.6	18.4	6.6	18.5	18.3	21.4
Other assets	10.6	7.4	2.6	2.5	26.5	34.6	12.8	21.3	12.4	14.9	6.1	8.1
Liabilities												
Capital & reserves	2.2	3.3	3.7	4.2	7.7	9.2	9.7	8.6	5.7	3.9	6.3	8.1
Borrowing from central bank	2.6	0.1	3.9	3.0	0.4	0.3	2.7	6.9	0	0	0	0
Interbank deposits	48.1	43.3	23.3	26.2	8.2	6.6	16.2	21.8	0	30.9	1.8	1.0
Non-bank deposits	22.2	23.7	53.4	47.1	45.4	36.9	55.7	45.5	87.0	37.6	75.7	69.0
Bonds	14.2	20.1	12.1	15.0	9.0	8.6	2.0	3.1	3.3	11.2	0.5	1.0
Other liabilities	10.6	9.6	3.6	4.6	29.4	38.5	13.6	14.1	4.1	16.4	15.6	20.8
Memorandum items												
Short-term securities	0	0	1.9	2.5	1.7	1.8	11.0	5.2	2.5	3.7	...	...
Bonds	0	8.7	12.1	13.8	15.6	12.2	6.4	9.1	...	...	...	...
Shares and participations	0	2.8	1.8	3.4	1.4	2.0	3.3	4.1	...	...	...	...
Claims on non-residents	43.6	29.3	15.2	17.0	6.4	9.1	7.8	19.6	49.5	49.5	5.6	0.9
Liabilities to non-residents	42.9	26.9	10.1	13.4	11.8	13.6	11.3	16.0	52.3	50.8	8.0	8.3
Net claims to foreign residents	0.8	2.5	5.1	3.6	-5.4	-4.5	-3.5	3.6	-2.8	-1.3	-2.4	-7.4
Credit to private sector / GDP (%)	87.4	84.8	86.8	99.8	53.7	54.3	69.2	69.8	99.4	117.8	42.3	44.4

¹All banks. — ²Foreign assets have been calculated on the basis of the International Financial Statistics of the IMF (deposit money banks for the UK, commercial banks for the US).

Source: OECD (1997b), IMF (IFS)

balance sheet activities are not taken into account. They argue that the move away from banks towards the commercial paper market has been accompanied by back-up lines of credit and/or guarantees for most borrowers on these markets. Also, banks often originate loans and sell them to other financial institutions which implies that banks are still fulfilling most of their original functions. A similar argument has been advanced for Germany (Deutsche Bundesbank 1998b). This would support the hypothesis that, because of the relatively large share of bank assets in total financial assets, banks will continue to play a highly influential role on European financial markets.

3.2 Summary

The introduction of the Euro holds implications for the financing decisions of firms in Europe. Financial structures which are caused by special national regulations in the field of monetary policy (such as the use of trade credit in France) are bound to disappear over time. Likewise, a high share of short-term loans, of variable interest-rate loans, and of foreign currency denominated loans in total credit (Table 15) is often the result of a history of high and/or volatile inflation. Under a common currency, these differences in inflation performance largely disappear, and this should imply a convergence of financial structures as existing contracts expire. In addition, the creation of larger financial markets will reduce the relative costs of bond and (external) equity finance, and this should – at the margin – induce firms to supply relatively more of these instruments.

Yet, the reduced costs of external, and in particular non-bank, finance will not affect the relative importance of external and internal finance. Retained earnings will remain the dominant source of finance, as they are in practically all developed market economies. Furthermore, with regard to their financial leverage, countries in Europe already appear to be relatively similar, and if differences persist, these are to a substantial degree determined by institutional factors which are not immediately affected by the monetary union. Small and mid-sized firms will continue to be strongly reliant on bank credit. As in the short- to medium-run, institutional structures will remain unchanged, this will constrain the convergence of financial structures. While the Euro will accelerate the harmonization of institutions, it is too recent to draw strong inference about the importance of these second-round effects.

Table 15
Structure of Financial Systems

	Germany	France	Italy	Spain	UK	US
Foreign-owned banks ¹	4.5	...	3.8	6.6	47.0	14.0
Population per bank branch ²	3676	1863	2180	2735	1076	5471
<i>Share of foreign currency loans (% of total bank loans)</i>						
1983	0	6	13	5	15	...
1993	1	4	15	5	10	...
<i>Share of foreign currency securities (% of total securities)</i>						
1983	0	26	18	...	...	...
1993	0	16	24	...	...	...

¹Share in total assets of financial institutions (%) 12/97 for USA, 8/97 for Germany, 1995 otherwise. —
²Population over number of branches (%), 1995. UK = commercial banks. USA = commercial banks + savings banks. All other countries = all banks.

Source: Borio (1995), OECD (1997b).

4. The Euro and the Banking Sector

Adjustments on the demand and on the supply side of financial markets which are precipitated by the introduction of the Euro will affect the structure of financial intermediation and the competitive position of banks. Yet, the structural changes that the Euro effects subject any extrapolation of past trends to the “Lucas critique”. Also, evidence from the US is not immediately applicable to Europe because of different institutional environments (Cybo-Ottone and Murgia 1997). Lacking alternatives, we still try to draw inferences from past trends in Europe’s banking markets as well as from some recent theoretical approaches.

The creation of a larger and more liquid capital market enhances the attractiveness of the European market-place for new competitors. The incumbent commercial banks are likely to feel increased competitive pressure both through domestic and foreign banks as well as through non-bank financial institutions. Hence, while the introduction of the Euro by itself does not imply a greater degree of deregulation and liberalization in Europe, it may yet assume a catalyst role for future changes in the European banking industry:

- In the retail market, the Euro will have a pro-competitive effect as it reduces the costs of cross-border financial transactions.²² The Euro

²² The pro-competitive effect of the elimination of exchange rate risk within Europe is dampened if there is greater integration of deposit than of loan markets

may thus cause a further restructuring of the industry. Currently, European banking systems are characterized by larger branch networks and higher staff costs than their US and UK counterparts (Tables 15 and 18). Increased competitive pressure will lead to declining interest rate spreads, hereby hurting banks with a strong reliance on interest income. At the same time, the importance of credit risk assessment will be enhanced. Incidentally, as small and regional banks oftentimes have intimate knowledge of small and mid-sized customers, they will retain a competitive edge over national and international financial institutions.

- In the wholesale market, the shift towards bond and external equity at the expense of traditional bank credit will favor financial institutions with a competitive advantage in investment banking. At first sight, it may seem that financial intermediaries from the UK and the US which are experienced in these markets will gain. This argument, however, fails to take the competitive responses of continental European banks into account. It may well be the case that, for example, German banks are able to utilize their experience as universal banks and provide competitive investment banking services as well.
- Finally, the Euro will presumably affect the regulation and supervision of commercial banks. Although the Second Banking Directive has provided a level playing field for financial institutions, national discretion with respect to banking regulations remains. Apart from the harmonization of monetary-policy-related regulations of the banking sector, the Euro increases the incentives to further harmonize banking regulations. Competitive advantage drawn from a less restrictive regulatory environment would thus diminish.²³

initially (Buch 1998b). In this situation, banks costs are – through the interest parity condition – fully exposed to exchange rate risk. In order to hedge these risks, banks can hold foreign loans. If exchange rate risk is eliminated under a single currency, this incentive to offer loans abroad declines. *Ceteris paribus*, international competition on the loan market would thus decline. Notice that this effect is obtained only under extreme assumptions about the integration of markets. Taking dynamic effects and reductions of transactions costs into account, the overall impact of the introduction of the Euro is thus likely to be pro-competitive.

²³ We will not discuss this aspect in detail. Helbling (1992) has a model of trade in financial services in a general equilibrium framework. In his model, the main source of competitive advantage between banking systems stems from differences in regulations. He finds (i) that specialization (i.e., the formation of financial centers) in the production of financial services is likely for tradable goods, and (ii) that specialization due to comparative advantages in banking regulation is likely for products for which specific factors of production are internationally mobile and for which (positive) external effects are international.

Substantial changes in the competitive environment of the European banking industry have already taken place over the past decade. The encompassing liberalization of European financial markets which has been completed with the Second Banking Directive and with the abolition of capital controls has fostered competition within Europe (Dermine 1995). In addition, a liberal regime for trade in financial services and low entry barriers for outside financial institutions make European financial markets highly contestable (Hoschka 1993, Poveda and Droege 1997).²⁴ Still, it is commonly asserted that the full competitive impact of the creation of a single market for capital lags behind expectations as market shares of foreign banks are low and as inefficiencies in some segments of European banking prevail (Prati and Schinasi 1997, McCauley and White 1997, Dufey 1997).

Generally, the reduction of entry barriers to the banking industry and capital account liberalization promote cross-border banking activities as they allow banks to position themselves according to their comparative advantages. Foreign direct investment in the banking sector, market shares of foreign banks, and/or trade in financial services should thus increase. Applying the traditional foreign trade theory to the banking industry shows that prices for financial services can be equalized either through trade in banking services or through foreign direct investment in the financial sector. Trade in goods and movements of the factors of production would thus be substitutes. Yet, trade in financial services and FDI in banking are typically viewed as complementary as the provision of financial services requires the physical presence in the market (Walter 1988).

At the same time, foreign direct investment decisions are to a large extent irreversible and are made under conditions of uncertainty. Entering a new market requires investment into fixed (tangible or intangible) assets which cannot easily be recovered when the firm decides to leave the market. These fixed costs are particularly important in banking where access to a branch network is crucial for the attraction of deposits. Entry and exit decisions of banks into non-traditional markets are subject to hysteresis, and the degree of hysteresis increases with the sunk costs of investment (Chen and Mazumdar 1997).²⁵ A decline in un-

²⁴ For an earlier study which covers the time until 1991 see Gual and Neven (1993).

²⁵ Chen and Mazumdar look at decisions to move from commercial to investment banking but their results can be applied to cross-border banking activities as well.

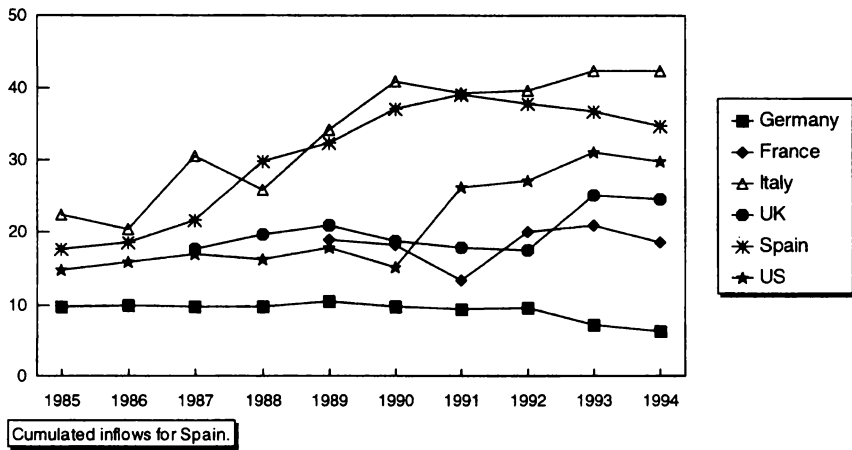
certainty is thus likely to promote entry. When applied to the situation in Europe, this reasoning holds the following implications. *First*, although deregulation has lowered the costs of entering a new market, it may yet have been insufficient to fully move banks out of their “range of inaction”. *Second*, as the introduction of the Euro reduces uncertainty and makes deregulation less reversible, it tends to promote market entry.

4.1 FDI in Banking

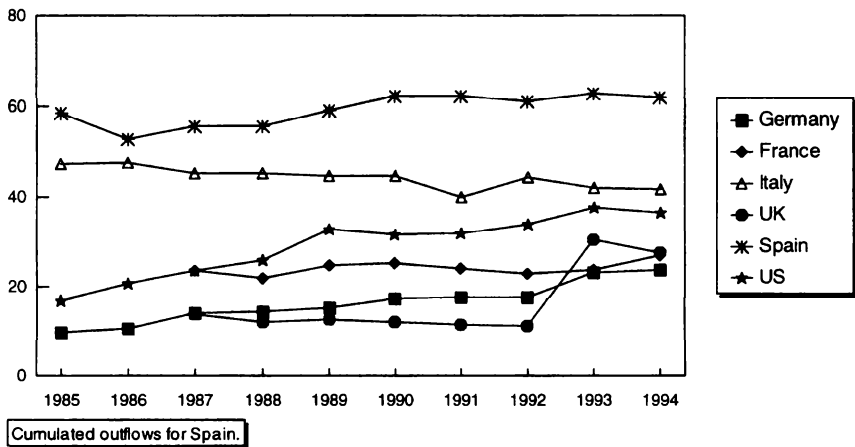
Inflows of foreign direct investment into the European financial sector peaked in 1990, i.e., prior to the creation of a single European capital market (Figure 7). To some extent, the announcement of the Single Market thus seems to have enhanced the attractiveness of European countries for foreign investors, and the expected deregulation has created incentives to invest. This effect was particularly pronounced in Italy and Spain while France and Germany remained relatively unaffected. One should be cautious, however, in attributing increased FDI to deregulation and liberalization at the European level alone. In the United States, for example, FDI in the financial services sector has likewise been high in the early 1990s. Effects at the European level are thus difficult to separate from global trends in capital markets.

The countries under review fall into three groups with regard to the share of FDI in the financial sector in total FDI (Figure 7). These shares are greatest in Spain and Italy, followed by the United States, the UK, and France. Germany lies at the bottom-end of the scale with less than 10 percent of foreign investment in the financial sector. It is the only country not to have witnessed an upward trend in this share.

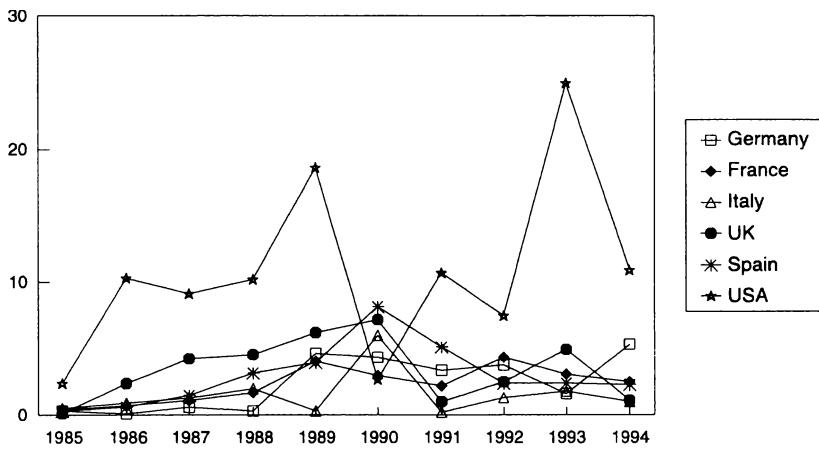
Data for Germany allow a more detailed analysis of the regional structure of FDI and, in addition, show FDI in the banking sector separated from investment into other financial services (Table 16). Overall, the share of FDI in banking abroad almost doubled between 1984 and 1995 from 5.6 to 10.1 percent of total FDI. Investment of foreigners in the German banking industry, in contrast, increased by less than one percentage point to 8.3 percent of the total. While German banks have been particularly active in Italy and in the UK, French and British banks have expanded their activities in Germany. Hence, while German banks have taken advantage of the Single European Market, Germany itself remained relatively unaffected.



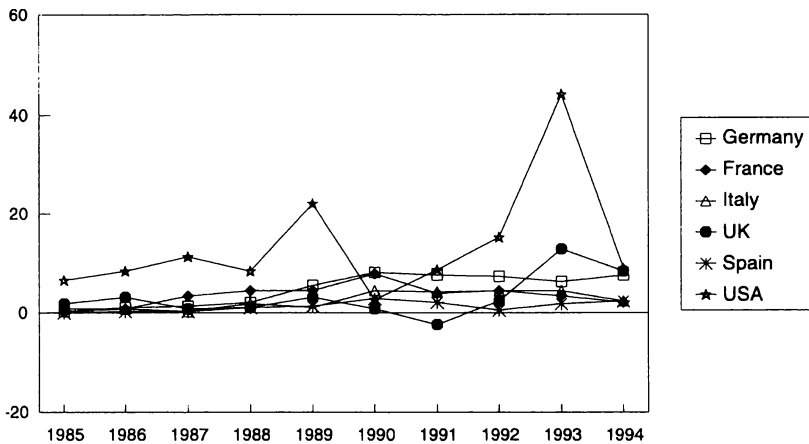
a) Stock of FDI into the Financial Sector of the Reporting Economy
(% of total FDI)



b) Stock of FDI into the Financial Services Sector Abroad
(% of total FDI)



c) Inflow of FDI in the Financial Sector (bn US-Dollar)



d) Outflow of FDI in the Financial Sector (bn US-Dollar)

Source: OECD (1997d)

Figure 7: Foreign Direct Investment in the Financial Sector 1985 - 1994

Table 16

Germany: Foreign Direct Investment in the Banking Industry 1984 - 1995

	1984	1990	1995	Share in total FDI in banking (1995)
<i>(in percent of FDI abroad)</i>				
Total	5.6	7.2	10.1	100.0
France	2.3	3.2	4.3	3.4
Italy	...	7.3	10.2	4.1
Spain	2.4	4.5	5.8	2.0
UK	6.9	13.2	17.3	17.0
US	1.4	3.1	3.7	7.9
<i>(in percent of FDI in Germany)</i>				
Total	7.5	7.7	8.3	100.0
France	9.3	7.7	15.5	17.6
Italy	...	21.1	21.7	4.5
UK	5.6	8.1	13.4	9.9
US	6.1	5.5	6.0	17.8

Source: Deutsche Bundesbank (1997b)

The data on German FDI in the banking sector abroad have furthermore been used for a regression analysis of the determinants of FDI (Table 17). The stock of FDI in the banking sector has been regressed on (the stock of) FDI in the non-banking sector, on GDP as a proxy of market size,²⁶ on a dummy variable for the EU-members prior to the latest enlargement, a dummy variable for financial centers (Hongkong, Singapore, Switzerland, United Kingdom), and a dummy variable for Luxembourg. We expect GDP, FDI in the non-banking sector, and the financial center-variables to have a positive impact on FDI in the banking industry.²⁷ The sign of the Europe-dummy is ambiguous a priori. On the one hand, the creation of a common market should have increased the incentives of German banks to expand their activities in other EU-countries. On the other hand, the Second Banking Directive has reduced the need to open branches abroad in order to supply financial services. Also, the European dummy could capture proximity of markets. This factor would have a positive impact of FDI in banking, irrespective of deregulation.

²⁶ Logs have been taken of FDI and GDP.

²⁷ For a similar analysis for the US banking industry see Goldberg and Johnson (1990) and Sagari (1992).

Table 17
Determinants of German FDI in Banking Abroad

	1992	1995	Pooled ^a
dependent variable: log FDI_BANK			
log FDI-NONBANK	0.19 (1.12)	0.68*** (3.86)	0.42*** (3.54)
log GDP	0.29** (2.63)	-0.02 (-0.16)	0.16** (1.84)
Europe 12	0.61** (2.32)	0.37 (0.99)	0.49** (2.23)
Financial center	1.51*** (4.50)	1.36** (2.76)	1.84*** (8.13)
Luxembourg	2.49*** (4.47)	2.33** (2.87)	4.03*** (8.71)
Dummy 1985	-	-	-1.22 (-1.30)
Dummy 1990	-	-	-0.67 (-0.70)
Dummy 1995	-	-	0.16 (0.17)
\bar{R}^2	0.87	0.78	0.78
Jarque Bera (prob.)	0.68	0.71	0.54
White (prob.)	0.42	0.57	0.26
Observations	14	18	47

t-values in brackets. *(**, ***) = significant at the 1 (5, 10) percent level. – a) 1985, 1990, and 1995.

To begin with, separate equations for the years 1992 and 1995 have been estimated. Because the small size of earlier samples prevented individual estimates, data for the years 1985, 1990, and 1995 have been pooled subsequently. In these equations, the significance of time dummies has been checked. While the hypothesis that the coefficients of the dummies for 1990 and 1995 were zero could not be rejected, the dummy for 1985 had a negative sign at a 20 percent level of significance. This could be taken as weak evidence for a positive impact of deregulation on FDI in banking.

The results show that the volume of FDI in the non-banking sector and the fact that a country hosts an international financial center are clearly positive and significant determinants of German FDI in the banking sector. Because FDI in the manufacturing sector is typically also closely related to foreign trade activities, these results also indicate a positive relationship between FDI in banking and foreign trade. Market size as measured by GDP has a positive impact on FDI in banking, at least for the pooled sample. The impact of EU membership is less clear-cut. The EU-dummy seems to have been more important in 1992 than in

1995, which would confirm the hypothesis that the Second Banking Directive has reduced the need to invest abroad.²⁸

To the extent that the Euro promotes FDI in the non-banking sector and the importance of traditional financial centers within Europe, it is thus likely to increase activities of German banks abroad. Similar conclusions can be drawn for investments of non-European financial institutions in Europe. Earlier empirical studies on the determinants of FDI of US or Japanese banks likewise find a strong correlation between foreign trade, financial centers, markets size on the one hand and FDI in banking on the other hand.²⁹

4.2 Mergers and Acquisitions

Mergers and acquisitions are an important channel through which FDI in the banking industry takes place. Gual and Neven (1993) found that M&A activities were quite pronounced in 1989 - 90, i.e., prior to the Second Banking Directive. This confirms the evidence presented in Figure 7 on an anticipation effect of the Single Market. While the majority of cases involved domestic firms, the main target for non-domestic deals were banks in France, Italy, and Spain. Most of the domestic mergers, in turn, took place in Southern Europe, and the acquirers in international deals tended to be firms from the North.

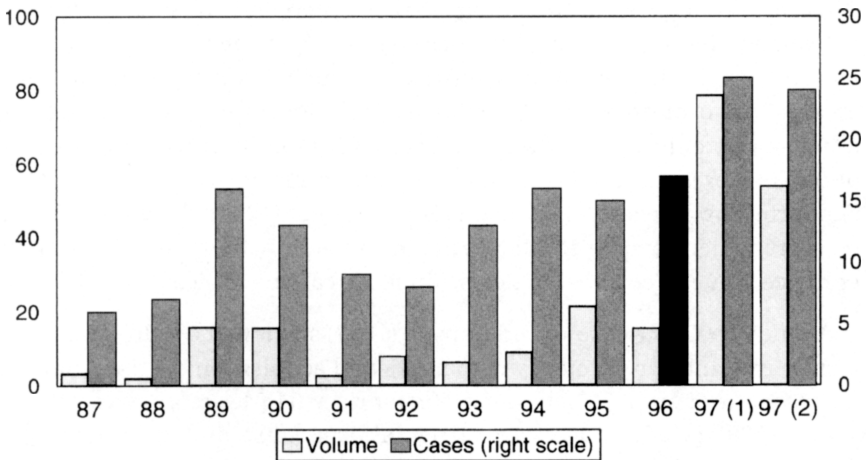
A more recent dataset for the years 1987 through 1997 shows that M&A-activity in Europe has clearly become more intense in 1997 (Figure 8). Even if the mega-merger between Schweizerische Bankgesellschaft and Schweizerischer Bankverein is not taken into account, announced merger value was more than twice as high as in the previous two years.³⁰ This would support the view that the Euro serves as a catalyst for competitive pressure in the European banking industry.³¹

²⁸ In addition, several proxies for bank profitability were used as regressors but these were either insignificant (profits, ROA) or had the wrong (negative) sign (profits per employee).

²⁹ See Sagari (1992), Goldberg and Johnson (1990), or Yamori (1998).

³⁰ The data on which these calculations are based have been provided by Dresdner Kleinwort Benson. The database covers 146 European mergers in the financial sector (including insurance companies).

³¹ Our dataset does not allow us to study the structure of M&A deals in detail, mainly because the nationality of the target and the classification of firms is not always known. It appears as if domestic and international mergers are roughly of equal importance, with national mergers having a smaller average volume (909 vs. 1375 mil. US-Dollar). This supports the hypothesis that domestic mergers are



Sorted by announcement date. Data for 1997 (2) do not include merger of Swiss Bankverein and Bankgesellschaft. Data include banks and insurance companies.

Source: Dresdner Kleinwort Benson.

Figure 8: Mergers and Acquisitions in the European Financial Sector
(bn US-Dollar) 1987 - 1997

Generally, the goal to utilize economies of scale and/or scope is a key factor behind mergers. In the European context, the issue of diversification versus specialization is particularly relevant since universal banks face the decision whether to provide *full* commercial and investment banking services or to specialize on certain segments. As has been argued above, the introduction of the Euro is likely (i) to further reduce effective barriers for competition in commercial banking, and (ii) to increase the competitive pressure on commercial banks exerted through non-bank financial intermediaries.

In a recent paper, Boot and Thakor (1997) argue that both an increase in competition between commercial banks and increased competition through investment banks should induce commercial banks to increase their relationship lending relative to transaction lending. Rather than expanding into new fields of activities, commercial banks' optimal response to increased competition would thus be to focus operations. Be-

motivated by the realization of scale economies. Also, small domestic mergers are not covered in the sample. Lang and Welzel (1997), for example, analyze merger activity in the segment of small Bavarian cooperative banks and find favorable size effects if branches are closed in the post-merger phase.

cause of the competitive advantage that commercial banks have vis-à-vis investment banks, the relative increase in importance of relationship lending is greater when competition through investment banks increases. In absolute terms, the volume of relationship lending behaves in a non-monotonic way: it first increases as competition from both types of banks increases, and it falls later on. The value of specialization is also supported by a recent empirical study. DeLong (1997) shows that bank mergers which involve similar firms in terms of activity and geography enhance value in contrast to deals which aim at diversification.

A study by Cybo-Ottone and Murgia (1997) sheds some light on the determinants and the efficiency of mergers and acquisitions of financial institutions in Europe. Their sample comprises 54 M&As announced between 1988 and 1997. Deals are fairly uniformly distributed across countries while in Southern Europe domestic mergers seem to have dominated. In Germany, Switzerland, and the UK, cross-functional deals were relatively more important. International mergers involving large targets were quite rare, in contrast. Cybo-Ottone and Murgia find that the announcement of a deal has a positive and significant impact on the value of the firms involved in the merger. Pure bank mergers as well as acquisitions between banks and insurance companies induce positive market reactions. This positive effect is sustained over time particularly in the latter case. For the US banking industry, in contrast, empirical studies have either failed to find positive effects of mergers or found gains from focusing rather than diversifying. The authors explain differences between their findings and studies on the US with the larger size of European mergers and with the inclusion of deals between banks and insurance firms. They also note that the experience of the US cannot be applied to Europe because product market diversification is less pronounced in Europe (due to the universal banking structures) and because geographic restrictions prevail in the US banking industry.

4.3 Market Shares of Foreign Banks

Opening up for foreign banks and an increased contestability of financial markets should have led to an increased presence of foreign banks in Europe. Yet, despite increased FDI in financial services, market shares of foreign banks have remained fairly low in most European countries; the UK being an exception because of its role as an international financial center (Table 15). At the end of 1995, foreign banks held only about

4 and 7 percent of the assets of banks in Italy and Spain, respectively. For Germany, this value was in a similar range as of August 1997 (4.5 percent). Over the past ten years, market shares of foreign (commercial) banks in Germany have remained practically unchanged. They are substantially smaller than those in the United States where foreign financial institutions held about 14 percent of assets at the end of 1997.³² Yet, foreign banks hold above-average market shares investment banking services and off-balance sheet activities (Deutsche Bundesbank 1998b, Dufey 1997).

At least three explanations for the relatively low market shares of foreign financial institutions in Europe are conceivable. *First*, the Second Banking Directive may have weakened the complementarity between the supply of financial services abroad and the physical presence in the market. Competitive pressure would thus increasingly come through trade in financial services. *Second*, in particular for the case of Germany, the fact that financial markets had already been relatively open to begin with could imply that market penetration had already been close to the optimum (Deutsche Bundesbank 1998b). Yet, in view of the fact that in Germany, partially or fully publicly-owned banks³³ held 46 percent of the banking system's assets in November 1997 (Deutsche Bundesbank 1998a), this explanation is not fully convincing. Rather, it is highly probably that, *third*, implicit barriers to the market entry of foreign banks impede the market entry of foreign institutions. Most importantly, public ownership of banks prevents foreigners from gaining access to branch networks through acquisitions and provides competitive advantages of the incumbents through public guarantees of banks' liabilities.³⁴

4.4 Trade in Financial Services

If trade in financial services had increasingly been used as a substitute for FDI in banking, we should have seen increased trade within Europe. Gual and Neven (1993) have argued that competitive pressure faced by

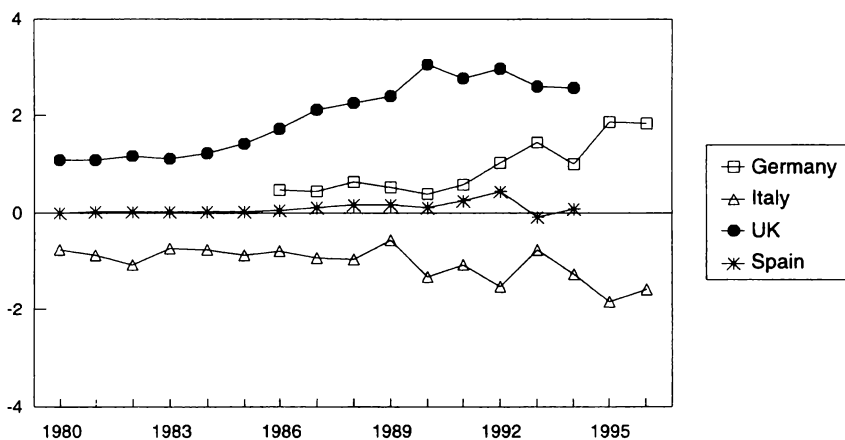
³² For details see the homepage of the Board of Governors of the Federal Reserve Systems <http://www.bog.frb.fed.us/releases/H8/Current/>.

³³ These comprise Girozentralen, Sparkassen, and Kreditinstitute mit Sonderaufgaben.

³⁴ The Monopolkommission vividly argues that public ownership – through public guarantees for banks – distorts competitive structures and that a privatization of publicly-owned banks in Germany is overdue (1998: 79).

French financial institutions mainly came through increased trade rather than through FDI in banking. Between 1988 and 1994, the dollar-value of financial services imported by France had indeed increased by a factor of six (OECD 1997a). At the same time, however, French exports of financial services increased considerably, turning the country into a net exporter of financial services. Since the aggregated data do not allow a separation between banking and other financial services, it is thus hard to draw conclusions about the competitive effects on the French banking system.

Disaggregated data for banking services have been available for the other economies (Figure 9). As for Germany, exports of banking services have indeed grown quite rapidly between 1986 and 1997. However, these services still account only for a modest fraction of 3 percent of total exports of services, which is 0.5 percent of the total value of exports. Nevertheless, the data confirm the hypothesis that the German banking system has benefited from the liberalization of financial services trade of the past decade. Developments in Italy and in Spain are quite different. While Italy has had a negative balance of trade in banking services since the early 1980s, this gap has widened in recent years, and in particular since 1993. Spain, in contrast, had a positive balance of trade in banking services through the early 1990s and, by 1994, trade in banking services was almost in balance.



Sources: OECD (1997a), Deutsche Bundesbank (1998c), Banca d'Italia

Figure 9: Net Exports of Banking Services (bn US-Dollar) 1980 - 1996

4.5 Profitability of Banks

Even if market shares of foreign financial institutions and trade in financial services have not increased dramatically, *potential* market entry may yet have forced financial institutions in Europe to adjust. The income statements of commercial banks can be used to assess the impact of deregulation and of increased competitive pressure on the efficiency of commercial banks' operations.

Table 18 shows that real returns on equity for commercial banks in Europe have on average been lower during the period between 1980 and 1995 than for banks in the United States. Over time, the profitability of banks has developed quite differently. After a substantial decline in real return on equity (ROE) between 1986 and 1990, US banks have improved

Table 18
Income Statement Analysis for Commercial Banks 1980 - 1995

	1980-1985	1986-1990	1991-1995	1980-1995 ¹
<i>Germany</i>				
Gross income margin	3.3	3.3	3.0	3.1
Profit margin	8.2	10.2	10.2	9.7
ROE	6.5	7.0	5.8	6.3
Real ROE	2.3	5.6	2.2	3.1
Equity / assets	4.1	4.8	5.3	4.9
Staff costs / gross income	45.0	42.6	39.6	42.5
Provisions / gross income	16.3	13.1	18.2	15.9
<i>France</i>				
Gross income margin	...	...	1.9	2.0
Profit margin	...	...	-1.3	2.0
ROE	...	...	-0.8	1.6
Real ROE	...	...	-3.0	-8.6
Equity / assets	...	...	2.9	2.6
Staff costs / gross income	...	...	42.9	43.9
Provisions / gross income	...	...	23.8	19.2
<i>Italy²</i>				
Gross income margin	...	4.4	3.8	4.1
Profit margin	...	12.8	5.6	8.7
ROE	...	7.1	2.4	4.3
Real ROE	...	1.4	-2.5	-6.8
Equity / assets	...	7.8	8.9	8.2
Staff costs / gross income	...	41.3	42.4	42.0
Provisions / gross income	...	14.4	18.6	16.5

– continued –

– continued –

	1980-1985	1986-1990	1991-1995	1980-1995 ¹
<i>Spain</i>				
Gross income margin	4.7	4.9	4.0	4.4
Profit margin	10.2	18.4	13.1	14.2
ROE	6.2	10.0	5.4	6.8
Real ROE	-5.9	3.3	0.3	-1.5
Equity / assets	7.8	9.1	9.7	9.2
Staff costs / gross income	44.7	40.7	36.9	41.0
Provisions / gross income	19.8	14.2	20.7	18.4
<i>United Kingdom</i>				
Gross income margin	...	5.0	4.4	4.6
Profit margin	...	8.4	11.6	10.3
ROE	...	8.1	12.5	10.9
Real ROE	...	2.1	8.8	2.3
Equity / assets	...	5.2	4.1	4.4
Staff costs / gross income	...	37.9	35.8	37.0
<i>United States</i>				
Gross income margin	4.3	5.0	5.8	5.2
Profit margin	16.3	9.3	17.2	14.5
ROE	11.8	7.5	13.4	11.2
Real ROE	4.6	3.4	10.0	6.1
Equity / assets	6.0	6.3	7.5	6.7
Staff costs / gross income	34.7	30.8	27.3	31.2
Provisions / gross income	10.1	18.7	9.9	12.7
Gross income margin = gross income / total assets, profit margin = net after tax income / gross income, ROE = return on equity (net after tax income / equity). — ¹ France 1988-1995, Italy and UK 1984-1995. — ² All banks.				

Source: OECD (1997b)

their performance in the subsequent five-year period. A similar pattern can be observed for banks in the UK. Mainly, this improvement was achieved through an increase in the profit margin, i.e., through cutting costs. In both countries, staff costs were reduced even further from the comparatively low levels they had already in the early 1980s.

Developments in Germany were much more homogenous over time. Changes in real ROE were to a large extent attributable to changes in inflation; gross income and profit margins stayed relatively constant. Staff costs relative to gross income were reduced somewhat but remained more than ten percentage points higher than in the US. These aggregated data cloud important differences between the different types of German banks. Savings banks and credit unions, for example, tended to have higher profits than (private) commercial banks. In 1996, return on assets

before tax was 0.82 percent for savings banks and only 0.48 percent for commercial banks.³⁵ At roughly equal non-interest income, this difference was mainly caused by larger interest rate spreads of savings banks. Access to comparatively low-interest deposits certainly allows savings banks to cross-subsidize. This cost advantage might decline with the Euro. If interest margins get squeezed through increased competition, some firms may find it less costly to turn directly to the market to obtain financing. However, it is important to bear in mind that the ability to cross-subsidize and/or to earn high spreads has institutional causes – government guarantees for publicity-owned banks and access to large branch networks featuring prominently – which the introduction of the Euro does not alter.

Rates of return for French banks were negative between 1992 and 1994 both in gross and in net terms. This decline in income was primarily due to substantial increases in provisions for risky assets. Italy and Spain both saw a decline in their banks' ROE between the second half of the 1980s and in the first half of the 1990s. Still, the developments were far from being uniform. Spanish banks averted negative real ROEs. At gross margins similar to those of Italian banks, this was primarily due to greater profit margins which, in turn, were achieved by reducing staff costs.

Hence, the internal adjustment processes were not uniform across Europe. While gross income margins tended to decline, cost reduction was the key to higher profitability. Staff costs and provision expenses particularly reflect adjustment policies of the banks. While the former is related to the ability of banks to restructure and to streamline operations, the latter is a reflection of a bank's risk management policies. Staff costs, which account for about 40 percent of gross income, were reduced in Germany, in the UK, and in Spain over time. In France and in Italy, in contrast, staff costs have remained high. Not very surprisingly, these are also the countries which have an above-average share of financial institutions in a precarious financial situation.³⁶ The need to adjust in the future – and also the incentives to protect the domestic banking industry – thus differs markedly across countries.

³⁵ See homepage of the German Banking Association <http://www.bankenverband.de>.

³⁶ In France and Italy, 37 and 28 percent of banks are ranked D+ or lower, as compared to the European average of 17 percent (US: 4 percent). See Dornbusch et al. (1998) for details.

Despite the low degree of market penetration of foreign banks and of financial services imports, German banks seem to have felt and to have responded to increased competitive pressure.³⁷ Still, staff costs are substantially higher for the continental European countries than for banks in the US. Provision expenses declined for US commercial banks in the early 1990s as compared to the late 1980s but rose for all European banking systems where data have been available. This suggests that risk management strategies of US banks are superior to those of European banks.

4.6 Summary

The creation of a greater capital market in Europe through the Euro tends to increase the attractiveness of the market for both banks and non-banks. This puts competitive pressure on the incumbent banks and will compel strategic responses. To the extent that the Euro strengthens the role of financial centers and makes deregulation less reversible, we should see increased FDI in banking. Many of these adjustments are already underway as a number of banks and financial institutions have announced their intention to cooperate or to merge. Theoretical work as well as empirical studies for the US suggest that strategies of specialization outperform strategies of diversification. In Europe, in contrast, mergers between banks and insurance companies seem to be value-creating.

Yet, the effect of the Euro on these processes should not be overestimated. Developments over the past decade have shown that deregulation of the banking industry and the liberalization of financial services within Europe did not lead to dramatic changes in the European financial sector. While trade in financial services and FDI in the financial sector in Europe have increased, the incumbent banks have yet been able to maintain their positions, and adjustment in response to increased competitive pressure has differed widely between countries. Public ownership in banking is one factor that counteracts greater contestability of markets, but competitive advantages that domestic banks have vis-à-vis new market entrants certainly have had a role to play. While the Euro is likely to accelerate the effects of deregulation and liberalization of the past, adjustments will not be uniform across countries.

³⁷ Notice that we abstract from other factors such as technological changes and pressure from other markets such as labor markets which likewise would compel adjustment processes.

5. Conclusions

The introduction of the Euro is by far the most important and unprecedented event that investors and policymakers not only in Europe but also in the rest of the world will be facing during the coming years. Yet, because of the stability of intra-European exchange rates that has already been achieved and because of the prevalence of different institutions across Europe, abrupt short-term adjustments on financial markets are unlikely. There will be no big bang.

One important lesson from the past is that the speed of adjustment of financial patterns will be shaped by the adjustment of institutions and of preferences. In the medium- to long-run, institutions are likely to converge, and the Euro is likely to assume a catalyst role for these changes. As economic theory has thus far provided fairly little consistent explanations for the prevalence of a home or currency bias in investors' preferences and for differences in financial structures (and corporate governance systems) across countries, future developments can hardly be forecasted. Viewed from this angle, the introduction of the Euro is an interesting experiment which might eventually provide us with a better understanding of how financial markets actually work.

We have argued that the demand side of European financial markets will be affected in three different ways

- The Euro's role as a nominal anchor will be limited to countries within the Euro orbit, e.g. countries of Central and Eastern Europe as well as the countries already belonging to the European Union.
- Within Euroland, portfolio investment is still heavily biased towards home portfolios. With the disappearance of the currency bias and the diminishing home bias, a relatively fast increase in the demand for assets formerly issued in foreign currency is likely.
- The introduction of the Euro will lead to a gradual increase in the demand for international assets by Euro-zone investors and, at the same time, international investors will stock up their holdings of Euro assets. No reasons are identified to suppose that the increase in the demand of one side will outstrip that of the other side. Nevertheless, occasional tilts to one side or the other or bound to occur.

With regard to the supply of financial assets and the concomitant effects of the Euro on the structure of financial intermediation, we have argued that

- National characteristics of financial structures which are caused by differences in monetary policy and different histories of inflation are likely to disappear. Also, larger firms are likely to adjust their financial structures towards relatively more securitized finance as these instruments become less expensive in a greater and more transparent market.
- At the same time, small- and mid-sized firms will continue to be strongly reliant on bank credit, just as retained earnings will remain the dominant overall source of finance.
- The creation of a greater capital market in Europe through the Euro tends to increase the attractiveness of the market for both banks and non-banks and puts competitive pressure on the incumbent banks. Adjustment processes have already been set into motion, as evidenced by the sharp increase in mergers and acquisitions in the recent past. Again, the future allocation of market shares in the European banking industry will change less drastically than the conventional wisdom might suggest. Increased competition will affect the wholesale market to a greater degree than the retail market, and competitive advantages in credit risk assessment will gain in importance. Overall, adjustments will be shaped by the potential convergence of institutions and of preferences which occurs no other than gradually.

Our analysis has at least two implications for other policy areas. *First*, the conduct and the effects of monetary policy in Euroland depends upon the transmission mechanisms for monetary impulses. These, in turn, are to a large degree shaped by the structure of financial markets. To the extent that the convergence of financial structures occurs only gradually, the transmission of monetary impulses will thus continue to differ between the members of Euroland. *Second*, in order to promote the efficiency of EU capital markets, further institutional convergence will be required. To a large degree, the harmonization of institutional factors will be market-driven but, to the extent that institutions have a European-wide public good character, some centralized harmonization might be required.

Appendix

Table A1: β -Estimations Used to Compute the Optimal Bond Portfolio

	D-Mark	Local Currency			β_1			β_2			β^*			β^*		
		88-92	93-97	99	88-92	93-97	99	88-92	93-97	99	88-92	93-97	99	88-92	93-97	99
Euroland	Austria	0.10***	0.98***	0.99	0.34	0.72***	0.39	0.34	0.72***	0.39	0.34	0.72***	0.39	0.34	0.72***	0.39
	Belgium	0.21***	0.34***	1.01	0.53***	0.75***	0.54	0.53***	0.75***	0.54	0.53***	0.75***	0.54	0.53***	0.75***	0.54
	Denmark	0.23***	0.46***	1.04	0.53***	0.82***	0.49	0.53***	0.82***	0.49	0.53***	0.82***	0.49	0.53***	0.82***	0.49
	Finland	0.42***	0.56	1.07	0.08	1.01***	0.69	0.08	1.01***	0.69	0.08	1.01***	0.69	0.08	1.01***	0.69
	France	0.32***	0.43***	1.03	0.89***	0.97***	0.65	0.89***	0.97***	0.65	0.89***	0.97***	0.65	0.89***	0.97***	0.65
	Germany	0.15***	0.26***	0.99	0.69***	0.82***	0.49	0.69***	0.82***	0.49	0.69***	0.82***	0.49	0.69***	0.82***	0.49
	Ireland	0.23*	0.72***	1.11	0.71***	1.13***	0.82	0.71***	1.13***	0.82	0.71***	1.13***	0.82	0.71***	1.13***	0.82
	Italy	0.23***	0.81***	1.13	0.26*	0.97***	0.65	0.26*	0.97***	0.65	0.26*	0.97***	0.65	0.26*	0.97***	0.65
	Netherlands	0.15*	0.33***	1.01	0.62***	1.00***	0.68	0.62***	1.00***	0.68	0.62***	1.00***	0.68	0.62***	1.00***	0.68
	Spain	0.21*	0.47***	1.04	0.21	0.83***	0.50	0.21	0.83***	0.50	0.21	0.83***	0.50	0.21	0.83***	0.50
Other	Australia	1.12***	1.41***	1.27	0.63***	1.21***	0.90	0.63***	1.21***	0.90	0.63***	1.21***	0.90	0.63***	1.21***	0.90
	Canada	1.33***	1.66***	1.35	1.27***	1.20***	0.89	1.27***	1.20***	0.89	1.27***	1.20***	0.89	1.27***	1.20***	0.89
	Japan	1.12***	1.19***	1.23	0.96***	0.79***	0.46	0.96***	0.79***	0.46	0.96***	0.79***	0.46	0.96***	0.79***	0.46
	Norway	0.23***	0.44***	1.03	-0.07	0.77***	0.44	-0.07	0.77***	0.44	-0.07	0.77***	0.44	-0.07	0.77***	0.44
	Sweden	0.54***	0.75***	1.11	0.48***	0.93***	0.61	0.48***	0.93***	0.61	0.48***	0.93***	0.61	0.48***	0.93***	0.61
	Switzerland	0.18*	0.14	0.96	0.58***	0.58***	0.24	0.58***	0.58***	0.24	0.58***	0.58***	0.24	0.58***	0.58***	0.24
	UK	0.44***	1.01***	1.18	1.21***	1.27***	0.96	1.21***	1.27***	0.96	1.21***	1.27***	0.96	1.21***	1.27***	0.96
	USA	1.45***	1.33***	1.26	1.20***	1.06***	0.74	1.20***	1.06***	0.74	1.20***	1.06***	0.74	1.20***	1.06***	0.74
		$\beta^* = 0.92 \pm 0.26\beta_1$			$\beta^* = -0.36 \pm 1.04\beta_1$			$\beta^* = -0.17 \pm 1.22\beta_1$			$\beta^* = -0.17 \pm 1.22\beta_1$			$\beta^* = -0.17 \pm 1.22\beta_1$		
		$\beta^* : \text{korrigiert nach Blume (1975)}$														

Source: Own estimations

Table A2: β -Estimations Used to Compute the Optimal Stock Portfolio

	D-Mark	Local Currency				Hedged			
		β_1	β_2	β^*		β_1	β_2	β^*	
		88-92	93-97			88-92	93-97		
Euroland	Austria	0.10***	0.98***	0.99	Austria	0.34	0.72***	0.39	Austria
	Belgium	0.21***	0.34***	1.01	Belgium	0.53***	0.75***	0.54	Belgium
	Denmark	0.23***	0.46***	1.04	Denmark	0.53***	0.82***	0.49	Denmark
	Finland	0.42***	0.56	1.07	Finland	0.08	1.01***	0.69	Finland
	France	0.32***	0.43***	1.03	France	0.89***	0.97***	0.65	France
	Germany	0.15**	0.26***	0.99	Germany	0.69***	0.82***	0.49	Germany
	Ireland	0.23*	0.72***	1.11	Ireland	0.71***	1.13***	0.82	Ireland
	Italy	0.23***	0.81***	1.13	Italy	0.26*	0.97***	0.65	Italy
	Netherlands	0.15*	0.33***	1.01	Netherlands	0.62***	1.00***	0.68	Netherlands
	Spain	0.21*	0.47***	1.04	Spain	0.21	0.83***	0.50	Spain
Other	Australia	1.12***	1.41***	1.27	Australia	0.63***	1.21***	0.90	Australia
	Canada	1.33***	1.66***	1.35	Canada	1.27***	1.20***	0.89	Canada
	Japan	1.12***	1.19***	1.23	Japan	0.96***	0.79***	0.46	Japan
	Norway	0.23***	0.44***	1.03	Norway	-0.07	0.77***	0.44	Norway
	Sweden	0.54***	0.75***	1.11	Sweden	0.48***	0.93***	0.61	Sweden
	Switzerland	0.18*	0.14	0.96	Switzerland	0.58***	0.58***	0.24	Switzerland
	UK	0.44***	1.01***	1.18	UK	1.21***	1.27***	0.96	UK
	USA	1.45***	1.33***	1.26	USA	1.20***	1.06***	0.74	USA
$\beta^* = -0.92 + 0.26\beta_1$									
$\beta^* = -0.36 + 1.04\beta_1$									
$\beta^* = -0.17 + 1.22\beta_1$									
$\beta^* : \text{korrigiert nach Blume (1975)}$									

References

- Balder, J., J. A. Lopez and L. M. Sweet* (1991): "Competitiveness in the Eurocredit Market". International Competitiveness of US Financial Firms: Products, Markets, and Conventional Performance Measures. Staff Study, Federal Reserve Bank of New York, May, pp. 26 - 41.
- Baltensperger, E., and H. Milde* (1987): *Theorie des Bankverhaltens*. Berlin.
- Bank for International Settlement (1997): *International Banking and Financial Markets Development*. Basle.
- Beltratti, A.* (1998): The Effects of the Euro on the Asset Allocation of European Investors. Unpublished manuscript.
- Benassy-Quere, A.* (1996): "Exchange Rate Regimes and Policies in Asia". Centre d'études prospectives et d'informations internationales, Document de Travail, No. 97 - 07, July.
- Bloem, M.* (1996): "The Effect of the Euro on European Bond Markets". Paper presented at a Euromoney seminar on Implications of EMU for the International Debt Markets, London, 17th-18th October.
- Blume, M.* (1975): Betas and Their Regression Tendencies. *Journal of Finance*, 10, No. 3, pp. 785 - 795.
- Boot, A. W. A., and A. V. Thakor* (1997): Can Relationship Banking Survive Competition? CEPR Discussion Paper No. 1592. London.
- Borio, C. E. V.* (1995): The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison. Bank for International Settlements. March. Basle.
- Boyd, J. H., and M. Gertler* (1995): Are Banks Dead? Or are the Reports Greatly Exaggerated? National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper No. 5045. Cambridge MA.
- Breig, H., and P. Furlong Wilson* (1996): Borrower Information and the Choice between Bank Debt and Trade Credit: The Case of France and Germany. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften* 116: 379 - 394.
- Brennan, M. J., E. S. Schwartz and R. Lagnado* (1997): Strategic Asset Allocation. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 21.
- Brichs Serra, E., C. M. Buch, and T. Nienaber* (1996): The Role of Banks – Evidence from Germany and the US. Kiel Working Paper No. 802. Kiel Institute of World Economics.
- Buch, C. M.* (1998a): Towards universal banking: risks and benefits for transition economies. In: Black, S. und M. Moersch (Hrsg.): *Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models*. Advances in Finance, Investment and Banking. Vol. 5: 333 - 368. North-Holland.
- (1998b): A Stylized Model of European Banking. Kiel Institute of World Economics. mimeo.

- Calomiris, C. W.* (1998): Universal Banking "American-Style". *Journal of Institutional and Theoretical Economics*: 154(1). 44 - 57
- Campbell, J. Y.* and *L. M. Vicera* (1996): Consumption and Portfolio Decisions when Expected Returns are Time Varying, NBER No. 5857.
- Chen, A. H.,* and *S. C. Mazumdar* (1997): A dynamic model of firewalls and non-traditional banking. *Journal of Banking and Finance* 21: 393 - 416.
- Chen, E. K. Y.* (1997): "Hong Kong beyond 1997: Economic and Financial Issues". Keynote address to the conference "Asia, Europe and America in a New Global Environment: A Challenge to Liberal Version of the Next Century. Hong Kong, 19. Jan.
- Corbett, J.,* and *T. Jenkinson* (1998): German investment financing: an International Comparison. In: Black, S. und M. Moersch (Hrsg.): *Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models. Advances in Finance, Investment and Banking. Vol. 5:* 101 - 124. North-Holland.
- Courtadon, C. L.* (1985): *The Competitive Structure of the Eurobond Underwriting Industry.* New York, Salomon Brothers, Center for the Study of Financial Institutions.
- Cybo-Ottone, A.,* and *M. Murgia* (1997): Mergers and Acquisitions in the European Banking Markets. October 1997. Associazione Bancaria Italiana and Università die Pavia. mimeo.
- De Grauwe, P.* (1996): "Forward Interest Rates as Predictors of EMU". CEPR Discussion Paper No. 1395.
- DeLong, G. L.* (1997): Domestic and International Bank Mergers: The Gains from Focusing versus Diversifying. New York University. Stern School of Business. New York. mimeo.
- Dermine, J.* (1995): European Banking Integration, Ten Years After. INSEAD Working Paper. IFS 95 / 92 / FIN. Fontainebleau.
- (1996): "European Banking with a Single Currency" in *Financial Markets, Institutions and Instruments*, December, pp. 62 - 102.
- Deutsche Bundesbank* (1991): "The Significance of the Deutsche Mark as an Invoicing Currency in Foreign Trade". Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Vol. 43, No. 11, November, pp. 17 - 30.
- (1994): Eigenmittelausstattung der Unternehmen ausgewählter EG-Länder im Vergleich. Monatsbericht Oktober. Frankfurt a.M.. 73 - 88.
 - (1995): "The Circulation of Deutsche Mark Abroad". Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Vol. 47, No.7, July, pp. 65 - 71.
 - (1997a): Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument. Monatsbericht Januar. Frankfurt a.M.. 27 - 41.
 - (1997b): Kapitalverflechtungen mit dem Ausland, various issues. Frankfurt a.M.
 - (1997c): "The Role of the Deutsche Mark as International Investment and Reserve Currency." Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Vol. 49, No. 4, April, pp. 17 - 30.

- (1998a): Monatsbericht Januar. Frankfurt a.M.
 - (1998b): Entwicklung des Bankensektors und Marktstellung der Kreditinstitutsgruppen seit Anfang der neunziger Jahre. Monatsbericht März: 33 - 64. Frankfurt a.M.
 - (1998c): Zahlungsbilanzstatistik, various issues. Frankfurt a.M.
 - Zahlungsbilanz, various issues.
 - Bankenstatistik, various issues.
 - Kapitalmarktstatistik, various issues.
- Dornbusch, R.* (1983): Exchange Risk and Macroeconomics of Exchange Rate Determination. In: R. Hawking (ed.), Research in International Business and Finance. Greenwich.
- Dornbusch, R., C. Favero, and F. Giavazzi* (1998): Immediate Challenges for the European Central Bank. Paper presented at the 26. Economic Policy Panel Meeting. Bonn. October 17 - 18, 1997. mimeo.
- Dufey, G.* (1997): The Changing Role of Financial Intermediation in Europe. Paper prepared for the International Journal of Business. mimeo.
- Duisenberg, W. F.* (1998): EMU and the financial sector. Deutsche Bundesbank. Auszüge aus Presseartikeln: 10. 13. Februar 1998.
- Elsas, R., and J. P. Krahnen* (1997): Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany. Paper prepared for the Conference "Credit Risk Management and Relationship Banking". Frankfurt (Main). November 19 - 20, 1997.
- European Commission (EC) (1997): The impact of the introduction of the euro on capital markets. Directorate General II. Economic and Financial Affairs. Euro Papers 3. July. Brussels.
- Frankel, J. A.* (1982): In Search of the Exchange Risk Premium: A Six-Currency Test Assuming Mean-Variance Optimization. Journal of International Money and Finance, Vol. 1, No. 3.
- Frankel, J. A. and S.-J. Wei* (1994): Trade Blocs and Currency Blocs. NBER Working Paper No. 4335.
- French, K. and J. Poterba* (1991): Investor Diversification and International Equity Markets. American Economic Review, Vol. 81, No. 2.
- Frenkel, J. and M. Goldstein* (forthcoming): "The International Role of the Deutsche Mark". Bundesbank, Frankfurt.
- Garrett, J. R.* (1998): Comment on Corbett and Jenkinson. In: Black, S. und M. Moersch (Hrsg.): Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models. Advances in Finance, Investment and Banking. Vol. 5: 132 - 133. North-Holland.
- Goldberg, L. G., and D. Johnson* (1990): The determinants of US banking activity abroad. Journal of International Money and Finance 9: 123 - 137.

- Gruber, M. J. (1996): "Another Puzzle: The Growth of Actively Managed Funds". *Journal of Finance*, May.
- Gual, J., and D. Neven (1993): *Banking*. European Economy 3: 151 - 182.
- Gup, B. E., D. R. Fraser, and J. W. Kolari (1989): *Commercial Bank Management*. New York.
- Harhoff, D., and T. Körting (1997): *Lending Relationships in Germany – Empirical Results from Survey Data*. Center for Financial Studies. Paper prepared for the Conference "Credit Risk Management and Relationship Banking". Frankfurt (Main). November 19 - 20, 1997.
- Helbling, T. (1992): *Regulation and Technology as Determinants of International Trade in Banking Services*. *Studies in Contemporary Economics. Competitiveness in Banking*. 123 - 154
- Helpmann, E., and P. R. Krugmann (1996): *Market Structure and Foreign Trade: Increasing Returns, Imperfect Competition, and the International Economy*. Massachusetts Institute of Technology. Cambridge MA.
- Hoschka, T. C. (1993): *Cross-Border Entry in European Retail Financial Services*. Oxford.
- International Financial Corporation, *Stock Market Fact Book*, various issues.
- International Monetary Fund (IMF): *International Financial Statistics (IFS)*, various issues, Washington D.C.
- Keating, G. (1996): *Forex Reserves After EMU: Ample Dollars*. Economic Research. London.
- Lang, G. und P. Welzel (1997): *Mergers among German Cooperative Banks – A Panel-based Stochastic Frontier Analysis*. Institut für Volkswirtschaftslehre an der Universität Augsburg. Volkswirtschaftliche Diskussionsreihe 167. Augsburg.
- Longin, F. and B. Solnik (1995): "Is the Correlation of International Equity Returns Constant?". *Journal of Money and Finance*, Vol. 14, No.1.
- Maranas, C. D., I. P. Androulakis, C. A. Floudas, A. J. Berger, J. M. Mulvey (1997): *Solving Long-Term Financial Planning Problems via Global Optimization*. *Journal of Economics and Control*.
- McCauley, R. N. (1997): *The Euro and the Dollar*. BIS Working Paper.
- McCauley, R. N. and W. R. White (1997): *The Euro and European Financial Markets*. BIS Working Paper No. 41, May.
- Merton, R. (1990), *Continuous-Time Finance*, Cambridge.
- Monopolkommission (1998): *Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem*. Sondergutachten. Februar 1998. Köln.
- Mundell, R. (1993): "EMU and the International Monetary System". In: G. de la Dehasa, A. Giovannini, M. Guitan and R. Portes (eds.), *The Monetary Future of Europe*. Centre for Economic Policy Research, London.

- Nakamura, L. I.* (1989): *Loan Workouts and Commercial Bank Information: Why Banks are Special*. Federal Reserve Bank of Philadelphia. Working Paper. No. 89 - 11. Philadelphia.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (1997a): *Services: Statistics on International Transactions* (CD-Rom). Paris.
- (1997b): *Bank Profitability – Financial Statements of Banks* (CD-Rom). Paris.
 - (1997c): *Financial Statements of Non-Financial Firms* (CD-Rom). Paris.
 - (1997d): *Foreign Direct Investment* (CD-Rom): Paris.
- Patel, J., R. J. Zeckhauser and D. Hendricks* (1994): “Investment Fund Performance: Evidence from Mutual Funds, Cross-Border Investments and New Issues”. In: R. Sato, R. Levich and R. Ramachandran (eds.), *Japan, Europe and International Financial Markets: Analytical and Empirical Perspectives*. Cambridge.
- Portes, R. and H. Rey*, (1998): “The Emergence of the Euro as an International Currency”. In: D. Begg, J. von Hagen, C. Wyplosz, K.F. Zimmermann (eds.), *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*. Oxford.
- Poveda, E. C., and S. Droege* (1997): *International Trade in Financial Services: An Assessment of the GATS*. *Aussenwirtschaft* 52: 603 - 635.
- Prati, A. and G. J. Schinasi* (1997): *European Monetary Union and International Capital Markets: Structural Implications and Risks*. IMF Working Paper 97 / 62, May.
- Rajan, R., and L. Zingales* (1995): *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*. *The Journal of Finance* 50: 1421 - 1461.
- Sagari, S. B.* (1992): *United States foreign direct investment in the banking industry*. *Transnational Corporations*: 93 - 123.
- Scheide, J.* (1998): *Central Banks: No Reason to Ignore Money*. Kiel Discussion Paper No. 316, May, Kiel.
- Scobie, H. M.* (1997): *The Cost and Timescale for the Switchover to the European Single Currency for the International Securities Market*. European Economics and financial Center for the International Securities Market Association, Zürich.
- Steinherr, A.* (1996): *Performance of Universal Banks – Historical Review and Appraisal*. In: Walter, I., and A. Saunders (eds.), *Universal Banking – Financial System Design Reconsidered*. Chicago. 2 - 30.
- Stöß, E.* (1996): *Die Finanzierungsstruktur der Unternehmen und deren Reaktion auf monetäre Impulse – Eine Analyse anhand der Unternehmensbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank*. Arbeitspapier 96.9. Frankfurt am Main.
- Tavlas, G.* (1991): *International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark*, *Essays in International Finance*, No. 181, International Finance Section, Princeton University, Princeton.
- Tesar, L. and I. M. Werner* (1992): *Home Bias and Globalization of Securities*. NBER Working Paper No. 4218.

- Thomas, S. H. and M. R. Wickens (1993): An International CAPM for Bonds and Equities. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 12, No.4.
- Thorpe, J. et al. (1997): "Could Euro Bonds Rival the US Market?". In: R. Pitchford and A. Cox (eds.), *EMU Explained: Markets and Monetary Union*. Reuters, London, pp. 176 - 198.
- Verfassung der Hessischen Sparkassen in der bis 1997 geltenden Fassung sowie in der aktuellen Fassung
- von Hagen, J. (1997): Monetary policy and institutions in the EMU. *Swedish Economic Policy Review*: 4(1). 51 - 116.
- Walter, I. (1988): *Global Competition in Financial Services – Market Structure, Protection, and Trade Liberalization*. Cambridge MA.
- (1998): Globalization of Markets and Financial-Center Competition. Paper presented at a symposium "Challenges for Highly Developed Countries in the Global Economy" held in honor of Prof. Dr. Horst Siebert at the Institut für Weltwirtschaft, Kiel, March 20, 1998.
- Yamori, N. (1998): A note on the location choice of multinational banks: The case of Japanese financial institutions. *Journal of Banking and Finance* 22: 109 - 120.
- Zettelmeyer, J. (1997): "EMU and Long Interest Rates in Germany". In: P. Welfens (ed), *European Monetary Union: Transition, International Impact and Policy Options*. Springer, Berlin, pp. 13 - 58.

Abstract

The Euro – No Big Bang for European Financial Markets

By Claudia M. Buch and Susanne Lapp, Kiel

The effects of the introduction of the Euro on European capital markets should not be exaggerated. As a means of portfolio investment, the Euro is likely to enhance capital mobility within Euroland, but hardly between Euroland and other developed markets. Firms will be induced to supply relatively more securitized financial instruments. Yet, a lot of the variation in financial structures is caused by differences in institutional arrangements which the Euro will not affect in the short-run. Increased competition in the European banking industry will largely be confined to the wholesale market.

JEL classification: G 11 Portfolio Choice, G 15 International Financial Markets, G 2 Financial Institutions and Services, G 3 Corporate Finance and Governance

*The Kiel Institute of World Economics, Düsternbrooker Weg 120, 24105 Kiel,
Phone: *49-431-8814-332 or -330 Fax: *49-431-85853,
E-Mail: cbuch@ifw-uni-kiel.de or s.lapp@ifw-uni-kiel.de*

The Euro – No Big Bang for European Financial Markets?

Comment by Jürgen von Hagen, Bonn

As the start of EMU is approaching, proponents of the new currency are like boys whistling in the forest to calm their own anxieties: Germany's government pushes slogans affirming that the common currency will make "us" strong, some German banks advertise themselves as "Euro" institutions, and many financial economists today predict that the Euro will be a "strong" international currency that will challenge the dollar's dominant position in international finance and that its introduction will lead to a massive expansion of European financial markets. Claudia Buch's and Susanna Lapp's paper is welcome for throwing some doubts on these strong claims. Their basic point is that the beginning of EMU will not mark a Big Bang for European financial markets. The aim of this paper is thus to send a message of caution to those who have very high expectations about the development of European financial markets under EMU.

While the general message is sound, it is not always clear what exactly it is. The "big bang" refuted in this paper remains vague. Is it a surge in the international demand for Euros and, hence, an assault on the dollar's position as the leading international currency, as suggested, e.g., by Bergsten (1997) or Portes and Rey (1998)? Or is it a surge in European banking or financial markets? The paper talks about both, but it never cares to spell out the big-bang scenario, nor to name its proponents. As a result, it is a bit unclear what exactly the point is Buch and Lapp want to make. Having said that, I hasten to add that they do present a wealth of interesting arguments relating to the future development of EMU financial markets. I will take issue with a few of them.

1. The Demand for Euro

Quantifying the demand for Euro from a transactions point of view, the authors claim that it will be at least as large as it was for the curren-

cies formerly used. I fail to see why this is true. One venerable argument the demand for media of transactions is that it is driven by economies of scale (e.g., Brunner and Meltzer, 1971). If so, the enlargement of a currency area *reduces* the volume of currency demand for a given volume of transactions, since the same currency unit can now be used in more transactions. Cash-in-advance models of the transactions demand for money suggest that the size of the demand for Euros relative to the sum of national currencies will depend critically on the correlation patterns of price level (real exchange rate in the EMU) shocks and income shocks across the EMU member states (Rother, 1997). An important consideration missing from the paper in this regard is that the Euro will be traded immediately in a European payment system, TARGET.

Economies of scale in currency trading imply that large currencies are traded at lower unit cost than small currencies. As both effects reduce transaction cost, the enlargement of a currency area has volume effects and substitution effects in a multiple-currency world. The substitution effect is that the demand for other currencies as medium of transaction in international trade declines. Those who see the Euro as a threat to the dollar expect that this substitution effect increases the use of the Euro as a vehicle currency in international trade relative to the combined use of the existing currencies today.

However, speculation about the importance of the Euro as an international currency is tricky because the demand for international currencies is governed not only by economies of scale but also by network externalities. As my benefit of using Euros rather than dollars in international trade depends largely on my trading partners' patterns of currency use, our choices become interdependent. Arguments of this type are at the heart of search-models of money (e.g. Trejos and Wright, 1995), and a central insight of such models is that they support many different equilibria. In the short run, this means that large changes in the international use of either dollars or Euros are unlikely. But in long run it means that path dependence, or historical accidents are as important in explaining the development of the relative importance of individual currencies as economic fundamentals are.

2. The Portfolio Demand for Euro

The main focus of the paper is on the impact of EMU on portfolio investments in Europe and the rest of the world. Surprisingly, the authors

say almost nothing about the portfolio demand for the Euro itself, although this, again, is an important issue when it comes to comparing the Euro and the dollar as international currencies. Two considerations are important, the demand for Euros in international portfolios and the demand for Euros as a reserve currency by central banks.

As regards the former, the authors seem to assume implicitly that the portfolio demand for the Euro is the same as the combined portfolio demands for the existing national currencies. However, as Rother (1997) shows in a model much like the one used in the paper, the portfolio demand for a currency depends on the full covariance matrix of all alternative assets. This covariance matrix changes with the introduction of the Euro – and the change is not just to suppress the variance of European exchange rates. Rather, it also affects the covariance of the yields on third-country bonds and currency with the return on Euro-denominated bonds, and the covariance of the latter with the yield on non-monetary assets. This makes the analysis of changes in the level of asset demands, including the portfolio demand for money very sensitive to assumptions about the direction in which the covariances will change. Ultimately this remains to be seen, but the authors might have used their empirical model to explore the effect of such changes on the asset demands.

While this discussion is largely absent in the paper, the authors do give us one assumption: the correlation of bond yields will increase in the Euro area. Why? There is much heterogeneity in US municipal and Canadian provincial bond markets, suggesting that there is room for weak correlations of bond yields in large currency areas. Certainly, US and Canadian experience tells us that the claim that business cycles will converge in the Euro area is flatly wrong.

As regards the demand for Euros as currency reserves, the increase in the liquidity of Euro financial markets will likely have a large, positive effect. From this angle, we should expect the reserves demand for Euro to be larger than the sum of the demands for the national currencies.

3. The Demand for Euro – Denominated Assets

Much of this paper is devoted to an analysis of the portfolio choice of German banks in the 1980s and 1990s. The issue is to show the large home-currency bias of banks and how little adjustment bank portfolios have witnessed despite the deregulation of the 1980s and 1990s. While

the general message is certainly correct, and not surprising, I have a number of methodological concerns with this analysis.

One is the use of a static optimization model on a data set that covers a period of deregulation. Deregulation implies structural changes which cannot be accounted for in the static model. One example for this problem is illustrated in figure 5: The large increase in the share of Italian bonds in bank portfolios is probably due to (successful) speculation on Italy's membership in EMU. Taking such effects into account requires a dynamic portfolio model and one that gives room for assumptions about the evolution of exchange rate expectations over time.

Another concern is the use of average interest rates and raw standard deviations as measures of returns and risk. The point here is that the sample period covers times of large interest rate trends that bias both the means and the standard deviations.

Third, I have doubts about the appropriateness of the simple quadratic optimization model as a paradigm for bank portfolio choice. On the one hand, the most important type of asset for banks are bank loans, whose return and risk properties ought to be considered in the optimization. Neglecting bank loans amounts to the assumption that the yield on them is uncorrelated with any other rate of return in the model, which seems highly implausible.

On the other hand, banks presumably use liquid assets to cover their liquidity risk, and, hence, must match the currency denomination of their liabilities with that of their assets at least in the short run. Their demand for highly liquid DM securities therefore depends on their volume of DM deposits. Even without regulatory constraints, what appears to be "home currency bias" might be the outcome of an optimal portfolio choice taking into account the complementarity of liquid assets and deposits in the bank's portfolio decision. Finally, there is no consideration of financial derivatives in the optimization, although the use of derivatives can alter the risk properties of a set of assets.

4. The Role of Public Debt

Probably the biggest shock to Euro financial markets will be that, in contrast to what is true in national monetary systems, national governments in EMU will not have national central banks next to them that are able and willing to intervene in the market for public debt to prevent a

collapse in the price of government bonds in times of financial crisis (Eichengreen and von Hagen, 1996). In national monetary systems, central banks implicitly insure holders of government bonds against this risk, and this insurance increases the debt capacity of the national governments. The observation that state and provincial governments in other large currency unions, such as the US or Canada have much lower debt-GDP ratios than European governments is a clear indication of this effect. The implication is that in the short run, European public debt markets could become rather fragile; the long run implication is that European markets for public debt will be much smaller than they are today. Obviously, this puts a severe limit on the growth potential of Euro financial markets.

One difficulty that arises in EMU is that the absence of national currencies calls into question the risk-free borrower status of the governments. If so, it is no longer clear what the appropriate benchmark interest rate in these markets will be. In existing large currency unions, this role is usually taken by central government debt, but a central government does not exist in the EMU.

5. Corporate Finance in the Euro Area

A popular argument about the development of corporate financing under the Euro holds that there will be a strong move towards securitization. Much of that argument comes from comparing the financial structure of the US corporate sector with its continental European counterpart and noting that the latter is much less securitized.

While the general argument is probably correct, the question is just how much securitization should we expect. Here, the comparison with the US is not without problems, because US banking regulations, specifically the prohibition of cross-state banking, made bank financing highly unattractive in the past. The gradual erosion of the traditional US regulatory regime in the 1990s has triggered large changes in the US banking industry, witness the emergence of large, nation-wide banks. One may expect, therefore, that the US will move towards a higher share of banking in corporate finance.

Furthermore, banks in the US have seen a severe decline in the profitability and volume of deposit financing (Edwards and Mishkin, 1995). Increasingly, banks refinance themselves by issuing securities rather

than deposits, thus blurring traditional distinctions between banking and investment. As banks become institutions that specialize in bundling retail loans and issue securities to refinance them in the market, the implication is that the growth of securities markets does not necessarily imply a decline in bank financing.

6. Will a Big Bang Occur?

To summarize, the authors warn that we should not expect a large-scale increase in the international demand for and supply of Euro-denominated assets. Does this imply that a big bang for financial markets will not occur?

The answer is no, because their arguments relates to the volumes of asset demand and supply, while the big-bang presumably relates to the location and development of trading activities. One question is to what extent markets will tend to concentrate locally. While the common currency denomination allows greater exploitation of economies of scale and specialization in financial asset trading, location-specific information will remain valuable – after all, we still have several stock markets in Germany. It is likely that competition for trading will become fierce among the main continental markets, Frankfurt, Milan, Paris, and between these and London. But it is unclear which market will win, and it might well be London, which will not be in “Euroland” for a while at least. Local networks among traders, local business conditions such as taxes and regulations will be important factors in the locational choice. Certainly, a big bang can be expected for the market place that wins this race.

A related point is that markets for different assets need not necessarily all move to the same location in Europe. One possibility is have London emerge has the Euro’s foreign exchange and bond trading center, Paris as the stock market, and Frankfurt as the futures market, not unlike the division of trading in the US where New York is the main stock market and money market, Chicago the main securities market, and Philadelphia the main options market. In the end, we might witness a number of small bangs for different products occurring in different places around “Euroland.”

References

- Bergsten*, Fred (1997): "The impact of the euro on exchange rates and international policy cooperation" in: T. Krueger, P. Masson and B. Turtleboom (eds.), *EMU and the International Monetary System* Washington DC: IMF.
- Brunner*, Karl and Allan H. *Meltzer* (1971): "The uses of money: money in the theory of an exchange economy." *American Economic Review* 61, 784 - 805.
- Edwards*, Franklin R. and Frederic S. *Mishkin* (1995): "The Decline of Traditional Banking: Implications for Stability and Regulatory Policy", *Federal Reserve Bank of New York Economic Review*, July, pp. 27 - 45.
- Eichengreen*, Barry and Jürgen von *Hagen* (1996): "Fiscal restrictions and monetary union: rationales, repercussions, reforms." *Empirica* 23, 1996, 3 - 23.
- Portes*, Richard and Helene *Rey* (1998): "The emergence of the euro as an international currency." *Economic Policy* 26, 307 - 43.
- Rother*, Phillip K. (1997): *Geldnachfragetheoretische Implikationen der Europäischen Währungsunion*. Heidelberg: Physica.
- Trejos*, Alberto and Randall *Wright* (1995): "Search, bargaining, money, and prices." *Journal of Political Economy* 103, 118 - 141.

Abstract

The Euro – No Big Bang for European Financial Markets?

Comment by Jürgen von Hagen, Bonn

Proponents of EMU tend to present very optimistic views about the future role of the Euro in the international financial system. Buch and Lapp's paper sends a cautioning message against this. They claim that the Euro will not start with a "big bang" in the financial markets. While the sobering tone of the paper is welcome, the message is not always clear, as they do not spell out what a "big bang" would look like. This comment focuses on a number of issues raised in the paper regarding the specification of asset demand and, more narrowly, money demand functions in the EMU. We argue that a distinction must be made between a rapid increase in the use of the Euro as an international currency and a rapid expansion of individual financial market places in the Euro area.

JEL classification: F 15, F 40, G 15

Center for European Integration Studies, Walter-Flex-Str. 3, D-53113 Bonn, Germany

Zentrum für Europäische Integrationsforschung, University of Bonn, Indiana University, and CEPR. Walter-Flex-Str. 3, D-53113 Bonn, Germany, tel 49 - 228-73 92 18, fax 49 - 228-73 18 09.

Forum II

Finanzpolitik in der EWWU

Finanzpolitik in der EWWU

Von Barbara Dluhosch*, Köln

1. Die ökonomische Rolle politischer Institutionen

In der Ökonomie ist weitgehend unumstritten, daß der Wettbewerb auf der Ebene der Güterproduzenten wohlfahrtssteigernd wirkt. Weniger Konsens besteht in der Frage des politischen Wettbewerbs. Die Wirtschaftsgeschichte enthält jedoch eine Reihe von Hinweisen darauf, daß Dezentralisierung und Wettbewerb der Wirtschaftspolitiken förderlich für Märkte und die wirtschaftliche Entwicklung insgesamt sind. Die historische Erfahrung zeigt aber auch, daß dies nur dann erwartet werden kann, wenn diskretionäre Handlungsspielräume der Wirtschaftspolitik begrenzt sind. England im 18. Jahrhundert ist ein besonders anschauliches Beispiel für die positiven Wirkungen des politischen Wettbewerbs. Nach dem Ende des Stuartregimes und der Glorreichen Revolution kam es zu einer Reihe konstitutioneller Änderungen. Zahlreiche Befugnisse, die ehemals den Stuarts eine umfassende Machtfülle gewährten, wurden beseitigt, stark eingeschränkt oder der Krone und dem Parlament gemeinsam gewährt. Die Möglichkeiten der nationalen Regierung, die heimische Wirtschaft und örtliche Belange zu regulieren, wurden beschnitten. Nationale und lokale Entscheidungsträger wurden zu unterschiedlichen und je für sich wichtigen politischen Autoritäten.

Das England des 18. Jahrhunderts erhielt damit im Grunde eine föderalistische Struktur. De facto standen verschiedene regionale Jurisdiktionen mit jeweils begrenztem Handlungsspielraum miteinander im Wettbewerb. Zwar hatten die Gilden in den kommerziellen Zentren Englands Einfluß. Auch versuchten sie, den Markteintritt zu regulieren. Doch gelang es ihnen nicht, ihren Einflußbereich wesentlich über diese Zentren hinaus und auf Märkte andernorts auszudehnen. Gerade in den

* Für wertvolle Diskussionen, Kommentare und Anregungen danke ich meinem Korreferenten, Stefan Homburg, sowie Michael Burda, Jens Clausen, Andreas Freytag und Malte Krüger. Verbleibende Unzulänglichkeiten gehen allein zu Lasten der Autorin.

ländlichen Gebieten waren es örtliche Autoritäten, vornehmlich aus dem lokalen Adel (sog. Justices of the Peace), die für den wirtschaftspolitischen Rahmen und seine Durchsetzung vor Ort zuständig waren. Tatsache war, daß sie viele der Regulierungen nicht durchsetzten. Da die lokale wirtschaftliche Entwicklung oftmals eng mit der eigenen Prosperität verknüpft war, orientierten sie ihre Entscheidungen eher an örtlichen Belangen als an den speziellen Interessen von Gruppen andernorts. Gleichzeitig war der Handlungsspielraum der örtlichen Autoritäten untereinander klar umrissen. Er war allein auf Angelegenheiten ihrer Region begrenzt. Es gab keine interregionalen Transfers. Die regionalen wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger unterlagen mithin einer harten Budgetbeschränkung.¹

Gerade deshalb bot der Wettbewerb der lokalen Wirtschaftspolitiken der Wirtschaft eine gewisse Sicherheit gegenüber Interventionen. Das heißt, der Wettbewerb der Wirtschaftspolitiken selbst begrenzte wiederum diskretionäre Handlungsspielräume, diesmal im Verhältnis der Politik zu den Märkten. In einem gemeinsamen Markt wurden allzu weitreichende Eingriffe lokaler Entscheidungsträger in wirtschaftliche Freiheiten mit Abwanderung und wirtschaftlichem Niedergang geahndet. Zahlreiche historische Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, daß dieser Wettbewerb wesentlich für die industrielle Revolution war, weil er erleichterte, daß sich Neuerungen überhaupt gegenüber alten Strukturen und etablierten Interessen durchsetzen konnten. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, daß die industrielle Revolution nicht von den kommerziellen Zentren ausging, in denen die alten Strukturen lokalisiert waren, sondern vom Norden Englands. Viel spricht dafür, daß die industrielle Revolution nicht mit ähnlicher Dynamik vorangekommen wäre, wenn wirtschaftspolitische Entscheidungsträger in den nördlichen Regionen nicht in erheblichem Umfang unabhängig von den Dispositionen wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger in den kommerziellen Zentren hätten handeln können.

Ebenso wie das England des 18. Jahrhunderts deuten auch die Vereinigten Staaten zwischen dem 19. und frühen 20. Jahrhundert darauf hin, daß Dezentralisierung marktliche Anreize stärkt und die wirtschaftliche Entwicklung positiv beeinflusst. Aber auch die Vereinigten Staaten im 19. und frühen 20. Jahrhundert zeichneten sich dadurch aus, daß die lokalen Entscheidungsträger harten Budgetbeschränkungen im Verhältnis zueinander und gegenüber dem Bund unterlagen bzw. der Bund nur sehr

¹ Zu harten und weichen Budgetbeschränkungen vgl. Kornai (1986).

eingeschränkte Regelungsbefugnisse in wirtschaftlichen Belangen vor Ort hatte.²

Was läßt sich der Wirtschaftsgeschichte für europäische Institutionen heute entnehmen? Nach dem Willen der Politik wird am 1. Januar 1999 die Geldpolitik von wahrscheinlich 11 Ländern der EU zentralisiert. Ökonomisch mag man gegen dieses Vorhaben ernsthafte Bedenken haben, doch deutet alles daraufhin, daß die Politik ungeachtet aller ökonomischen Einwände an einer fahrplanmäßigen Umsetzung der Währungsunion festhält. Wenn die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) offensichtlich als Datum angesehen werden muß, wie muß dann der Rahmen für die Finanzpolitik ausgestaltet werden, damit (1) die Unabhängigkeit der neuen Europäischen Zentralbank (EZB) nicht gefährdet wird und (2) die Währungsunion insgesamt „funktioniert“? Dieser Frage wurde vor allem in Deutschland Gewicht beigemessen. Ergebnis der deutschen Anliegen und der Verhandlungen in der EU war der Stabilitätspakt. Die Frage nach der finanzpolitischen Absicherung der EWWU erfordert jedoch eine breitere Perspektive. Denn die finanzpolitischen Funktionsbedingungen hängen auch davon ab, welche neuen Anforderungen an die Finanzpolitik in einer EWWU gestellt werden (oder auch nur, welche neuen Forderungen an sie herangetragen werden könnten). Es geht nicht nur um das Problem, wie die Geldpolitik vor der Finanzpolitik geschützt werden kann, sondern auch um die Frage, wie die EWWU die Aufgaben und die Funktionsweise der Finanzpolitik verändert.

Ein zentrales Kriterium ist, unter welchen Institutionen von einer EWWU erwartet werden kann, daß marktliche Anreize gefördert werden und Märkte sich möglichst frei entfalten können – und das dauerhaft. Schließlich ist es das Ziel der EWWU, Wettbewerb und Effizienz in einem gemeinsamen Markt zu erhöhen. Ein gemeinsamer Markt mit Kapitalmobilität bedeutet, daß auch die Finanzpolitiken der EWWU-Mitglieder im Wettbewerb stehen. Genau hier kann an wirtschaftsgeschichtliche Erfahrungen angeknüpft werden. Ein solcher Wettbewerb erfordert, daß die verschiedenen Politikbereiche klar voneinander getrennt sind. Aufgaben und Verantwortlichkeiten müssen eindeutig zugeordnet sein. Im Fall der EWWU betrifft dies erstens die Schnittstelle zwischen Geld- und Finanzpolitik. Je stärker Geld- und Finanzpolitik voneinander separiert sind, desto eher kann auch erwartet werden, daß der Wettbewerb

² Für Details vgl. North (1993), Weingast (1993), Weingast (1995), Quian / Weingast (1997) und Quian / Roland (1997).

zwischen den nationalen Finanzpolitiken wohlfahrtserhöhend ist.³ Letzteres erfordert aber noch ein zweites: Auch für das Verhältnis der nationalen Finanzpolitiken untereinander gilt, daß Verantwortlichkeiten klar abgegrenzt sein müssen. Nur wenn beide Kriterien erfüllt sind, unterliegen die nationalen Finanzpolitiken einer harten Budgetbeschränkung im Verhältnis zueinander.

Unbestritten ist, daß eine vollständige Trennung zwischen Finanz- und Geldpolitik schwierig ist.⁴ Unbestritten ist aber auch, daß eine Währungsunion keinen Konflikt zwischen Geld- und Finanzpolitik implizieren muß. Folgt man der makroökonomischen Theorie nach Mundell (1963) und Fleming (1962), so übernimmt die gemeinsame Geldpolitik die Aufgabe der Geldwertstabilität, die Fiskalpolitik die konjunkturelle Stabilisierung. Gemessen an diesem Kriterium ist also eine klare Aufgabenteilung möglich. Eine Aufweichung der Budgetrestriktion durch Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik wäre insoweit nicht zu befürchten. Die getroffenen Vereinbarungen scheinen dieser Vorstellung sehr nahe zu kommen.

Nach den Vereinbarungen von Maastricht und den Statuten der EZB sind mögliche Konflikte zwischen Geld- und Finanzpolitik weitgehend reduziert durch eine klare Festschreibung der Geldpolitik auf eine Aufgabe – die Preisniveaustabilität und zwar in einer europaweiten Definition. Wer daran zweifelt, wird auf die Statuten der Deutschen Bundesbank verwiesen. De jure sei nicht nur vieles ähnlich. Manches würde sogar darüber hinausgehen, die EZB noch stärker auf das Ziel Preisniveaustabilität verpflichten. Hatte schon die Deutsche Bundesbank auf ihrer Basis eine relativ erfolgreiche Geldpolitik betrieben, sei dies erst recht von der EZB zu erwarten.⁵ Folgt man diesem Argument, sind zumindest was die Geldpolitik auf der einen Seite und die Finanzpolitik auf der anderen Seite anbelangt, Budgetrestriktionen künftig eher härter als weicher. Denn durch die gemeinsame Geldpolitik und deren Verpflichtung auf die Preisniveaustabilität entfällt künftig eine monetäre Alimentierung expansiver Finanzpolitik. Selten fehlt in diesem Zusam-

³ So McKinnon (1997, S. 75): „Monetary and fiscal conditions together..determine whether budget constraints are soft or hard, and whether or not competition among governments is indeed market preserving.“ Für eine klare Aufgabenzuordnung zwischen Geld- und Fiskalpolitik sprechen auch ganz unabhängig von diesem Wettbewerb wohlfahrtsökonomische Gründe – und der Trade-Off zwischen Arbeitslosigkeit und Geldwertstabilität hat sich bereits in den 70er Jahren als teurer Trugschluß erwiesen.

⁴ Vgl. Tanzi (1993, S. 21).

⁵ So z. B. Wyplosz (1997, S. 15).

menhang auch der Hinweis darauf, daß in den neunziger Jahren die Inflationsraten in den potentiellen EWWU-Ländern spürbar gesunken und jüngst sogar die Budgetdefizite zurückgeführt wurden.⁶ Bedeutet die EWWU mit Blick auf die Budgetrestriktionen also sogar eine Verbesserung gegenüber dem Status Quo?

De jure Anreize von Geld- und Finanzpolitik sind jedoch eine Sache, de facto Anreize eine andere. Worauf es ökonomisch ankommt, sind de facto Anreize. Um letztere zu ergründen hilft nicht das Extrapolationsprinzip. Der Hinweis darauf, daß jüngst bei zwei Konvergenzkriterien, Inflationsraten und Budgetdefiziten, „Erfolge“⁷ zu verbuchen sind, besagt wenig, wenn der Rahmen sich ändert, in dem sich Geld- und Finanzpolitik bewegen. Welchen ökonomischen Anreizen die Finanzpolitik morgen folgt, hängt primär davon ab, in welchem institutionellen Umfeld sich die Politik morgen bewegt. Letzteres aber unterscheidet sich fundamental vom heutigen Umfeld. Künftig entfällt die Disziplinierung über den Wettbewerb der Geldpolitiken in der EU ebenso, wie der Druck auf die nationalen Geld- und Finanzpolitiken, der davon ausging, EWWU-Mitglied sein zu wollen (die Motive seien hier einmal dahingestellt). Beides hat in der Vergangenheit unverkennbar einen wesentlichen Beitrag dazu geleistet, daß Inflationsraten gesunken sind und Anstrengungen unternommen wurden, Budgetdefizite zu reduzieren.⁸ Ist die EWWU in Kraft, ist eine Disziplinierung durch Ausschluß eines Mitgliedes aus der EWWU bei Verstoß gegen die Spielregeln einer funktionsfähigen EWWU kaum möglich. Ex post sind Anreize und Verhandlungspositionen mithin andere als ex ante. Ob der Stabilitätspakt sicherstellt, daß Budgetbeschränkungen hart sind, ist erst noch zu prüfen. Auch ist fraglich, ob hinter der zaghaften Annäherung der Politiken der EWWU-Kandidaten ein EWWU-weiter Konsens zugunsten einer klaren Aufgabentrennung, eine „Stabilitätskultur“ oder anders formuliert, eine Annäherung der Präferenzen, steht. Die Deutsche Bundesbank konnte sich bei der Verfolgung des Zieles Geldwertstabilität der klaren Unterstützung durch die Bevölkerung sicher sein. Das stärkte nicht nur im Kon-

⁶ So z. B. De Grauwe (1997).

⁷ Allerdings wurden in jüngster Zeit in vielen Industrieländern Inflationsraten und Budgetdefizite gesenkt, so z. B. auch in den Vereinigten Staaten und in Kanada.

⁸ Verschiedentlich wurde auch bezweifelt, daß die ausgewiesenen Budgetdefizite Auskunft über die Ernsthaftigkeit der Anstrengungen geben. Das zu untersuchen, ist nicht Aufgabe des vorliegenden Aufsatzes. Ganz sicher aber muß ein Teil dieser Erfolge in Zusammenhang mit der konjunkturellen Entwicklung und einer günstigen Zinsentwicklung gesehen werden.

fliktfall ihre Position gegenüber der Regierung, sondern hatte auch über den Wettbewerb der Wirtschaftspolitiken und die EWWU-Aufnahmekriterien eine Ausstrahlung auf die Geldpolitik anderer EU-Länder. Für eine unabhängige, aber einsame EZB hingegen kann es schwieriger sein, im Konfliktfall mit den Regierungen die monetäre Stabilität zu verteidigen (vgl. Watrin 1993, S. 182).

Die Diskussion um die arbeitsmarktpolitischen Konsequenzen einer EWWU deutet bereits auf Konfliktstoff sowohl zwischen der europäischen Geldpolitik und nationalen Finanzpolitiken als auch zwischen den nationalen Finanzpolitiken. Denn vielfach wird der Fiskalpolitik in einer Währungsunion eine stärkere makroökonomische Rolle zugeschrieben. Dies gilt nicht nur konjunkturpolitisch für die EWWU als Ganzes. Dies gilt auch, wenn Teilnehmerländer von angebots- oder nachfrageseitigen Schocks nicht gleichermaßen, sondern asymmetrisch betroffen sind.⁹ Letzteres, das hat die Erfahrung gezeigt, ist verschiedentlich der Fall, selbst bei einem europaweiten oder weltweiten konjunkturellen Einbruch. Bislang wurde ein Teil der Folgen solcher Schocks für die Beschäftigung durch die nominelle Wechselkursflexibilität im EWS abgefangen. Mit dem Fortfall der nominellen Wechselkursflexibilität muß deshalb damit gerechnet werden, daß eine zusätzliche Aufgabe an die Finanzpolitik herangetragen wird.

Bei schon gegenwärtig vielerorts angespannter Haushaltslage, bei der es zumeist nur durch Einmalaktionen und allerlei Verschiebungen, nicht aber durch eine nachhaltige Konsolidierung,¹⁰ gelang, die Budgetdefizite an die 3-Prozentmarke heranzuführen, ist ernsthaft zu fragen: Halten die vorgesehenen Budgetbeschränkungen, was sie versprechen? Läuft der Vertrag von Maastricht und der Stabilitätspakt tatsächlich auf eine harte Budgetbeschränkung hinaus? Stellt er sicher, daß zwischen Geld- und Finanzpolitik eine klare Aufgabentrennung besteht? Bietet er hinreichend Gewähr dafür, daß der Wettbewerb zwischen den nationalen Finanzpolitiken nicht Fehlanreizen folgt, daß er nicht perverse Formen annimmt, weil darauf spekuliert wird, notfalls auf die Budgets anderer Länder zurückgreifen zu können? Die Klärung dieser Fragen möglichst noch vor dem Beginn der dritten Stufe der Währungsunion ist deshalb von besonderer Bedeutung, weil ein Austritt oder ein Ausschluß aus ei-

⁹ Vgl. jüngst hierzu Nerlich (1996); Siebert (1996) und Dohse/Krieger-Boden (1998).

¹⁰ Eine nachhaltige Konsolidierung mahnt auch der Sachverständigenrat (1997, Tz 401 ff.) an.

ner gemeinsamen Geldpolitik nur unter erheblichen Kosten möglich ist. Dabei ist dreierlei zu prüfen: Erstens, mit welchen zusätzlichen (An-)forderungen kann sich die Finanzpolitik konfrontiert sehen? Zweitens, kann erwartet werden, daß unter diesen Bedingungen die Budgetrestriktionen hart sein werden? Drittens, wie ist vor diesem Hintergrund das bestehende institutionelle Arrangement zu beurteilen und welche Alternativen gibt es? Diese Fragen sollen im folgenden detaillierter untersucht werden. Dabei erweist sich auch ein Vergleich mit den Vereinigten Staaten als aufschlußreich.

2. Zusätzliche (An-)forderungen an die Finanzpolitik

Mit der EWWU entfallen nominelle Wechselkursschwankungen. Dies mag mit Vorteilen verbunden sein. Genannt werden vor allem geringere Transaktions- und Informationskosten. Gleichzeitig kann damit jedoch auch ein Nachteil verbunden sein – mit Konsequenzen für die Funktionsfähigkeit der EWWU. Soweit bekanntlich nominelle Wechselkursschwankungen mit relativen Preisänderungen zwischen handelbaren und nichthandelbaren Gütern verbunden sind, verleiht die Flexibilität des nominellen Wechselkurses den EU-Mitgliedern eine Preisflexibilität, die eine Anpassung an asymmetrische Schocks erleichtert. Diese Stoßdämpfer-Funktion ist unabhängig davon, ob es sich um transitorische oder permanente Schocks handelt. Dies gilt zumindest, soweit der Widerstand gegen über den Wechselkursmechanismus vermittelte Preis- und Reallohnänderungen weniger ausgeprägt ist, als gegen unmittelbare Preis- und Reallohnänderungen. In diesem Fall haben nominelle Wechselkursänderungen reale Effekte zur Folge. Die Beschäftigung ist kurzfristig höher als sie es ohne diese Flexibilität wäre. Entfällt diese Flexibilität, kann sich die Finanzpolitik verstärkt der Forderung gegenüber sehen, die Beschäftigungseffekte asymmetrischer Schocks abzufedern.

Dies ist besonders dann zu befürchten, wenn Kapital mobil ist, aber kein optimaler Währungsraum nach den Mundell'schen Kriterien (1961) vorliegt. Dieser liegt bekanntlich dann nicht vor, wenn die Mobilität des Faktors Arbeit nur gering ist, die Preise wenig flexibel sind und die Volkswirtschaften einen geringen Offenheits- und Diversifikationsgrad haben. Bislang schnitt die EU gemessen an diesen vier Kriterien zumindest in zwei Punkten schlecht ab, der Preisflexibilität und der Mobilität. Dies zeigt auch ein Vergleich mit bestehenden Währungsunionen wie beispielsweise den Vereinigten Staaten. Danach fällt im Vergleich beson-

ders die mangelnde Mobilität zwischen den potentiellen EWWU-Ländern ins Gewicht. So wird nach Berechnungen von Blanchard und Katz (1992, S. 34), die die Anpassung an asymmetrische Schocks in den amerikanischen Bundesstaaten zwischen 1950 und 1990 zu erfassen versuchten, der Beschäftigungseffekt in den Vereinigten Staaten eher von Wanderungen als von Preisänderungen bestimmt. 40 bis 65 Prozent der Anpassung in der Beschäftigung nach einem Schock fand über interregionale Mobilität statt – weit entfernt von europäischen Größenordnungen.¹¹ Auch wenn die Kapitalmobilität sicherlich einen Teil abfangen kann, so läßt die nicht zuletzt aufgrund von Sprachbarrieren geringe Mobilität des Faktors Arbeit innerhalb der EU vermuten, daß Schocks verstärkt von Arbeitslosigkeit begleitet sein werden.

Auch ein Vergleich mit Kanada ist aufschlußreich. Der relativen Größe und der Zahl der Länder nach ähnelt die angestrebte EWWU sogar eher den kanadischen Provinzen als den amerikanischen Bundesstaaten. Wie in den Vereinigten Staaten so ist auch in Kanada die Mobilität ein wesentlicher Faktor in der Anpassung an regionale Schocks. Eine mit Blick auf die EWWU interessante Ausnahme ist Quebec. Während zwischen 1986 und 1991 4.8 vH der Einwohner außerhalb Quebecs in eine andere Provinz zogen, waren es im Fall Quebecs nur 0.8 vH aller Einwohner.¹² Die unterschiedliche Mobilität schlägt sich in der Arbeitslosenstatistik nieder. In Quebec beläuft sich die Arbeitslosenrate auf 11.4 vH, im restlichen Kanada auf 8.2 vH. Den Statistiken nach zu urteilen entspricht die Mobilität zwischen den EU-Mitgliedstaaten mit 0.1 vH der Gesamtbevölkerung in 1992 eher jener zwischen Quebec und dem übrigen Kanada als jener im restlichen Kanada.¹³

Wie relevant asymmetrische Schocks für die Finanzpolitik werden können, hängt natürlich auch von ihrer Häufigkeit und Dimension ab. Zumindest in der Vergangenheit aber waren sie in der EU weder selten noch ihrem Umfang nach unbedeutend.¹⁴ Bereits im EWS, das noch in

¹¹ Zur Dimension in Europa vgl. Decressin / Fatás (1995).

¹² Dies deutet auch darauf hin, daß Sprachbarrieren wirksame Mobilitätsbarrieren bleiben. Gleichzeitig wird dadurch das Argument entkräftet, daß die Immobilität in Europa vor allem auf eine geringe Mobilität zwischen den Regionen zurückzuführen sei und die EWWU hieran nichts ändere. Vgl. hierzu Wyplosz (1997, S. 10).

¹³ Vgl. McCallum (1997).

¹⁴ Über die längere Sicht ist das empirische Bild gemischt. Vgl. auch die Übersicht einschlägiger Arbeiten in Bayoumi / Eichengreen (1996). Von Hagen / Neumann (1994) zum Beispiel kamen zu dem Ergebnis, daß die realen Wechselkurschwankungen in der Vergangenheit allenfalls für eine kleine EWWU sprechen.

gewissem Umfang nominelle Wechselkursschwankungen tolerierte (verbunden mit der Option weiterer Schwankungen), hatten asymmetrische Schocks erhebliche Spannungen zur Folge. Zwei Beispiele seien in Erinnerung gerufen: Als Spanien 1986 der EU beitrug und eine verglichen mit Investitionen andernorts höhere Realverzinsung zu bieten schien als vorher, floß per saldo vermehrt Kapital nach Spanien. Der komplementäre Swing in der spanischen Leistungsbilanz kam jedoch nur unter erheblichen Preisänderungen und einem beträchtlichen inflatorischen Druck zustande (vgl. Dluhosch / Krüger 1991). Der Aufschwung war mit kräftigen Lohnsteigerungen verbunden. Wegen der Arbeitsmarktrigiditäten dort aber ließen sich diese Steigerungen im Abschwung nur schwer umkehren.

Die geringe Arbeitsmarktflexibilität zeigt sich auch in einer Zerlegung der spanischen Pro-Kopf Einkommen in Produktivitäts- und Beschäftigungskomponenten. Sie legt offen, daß die Arbeitsproduktivität in Spanien seit Mitte der achtziger Jahre fast dem EU-Durchschnitt (der damals 12 Mitgliedstaaten) entspricht, die Beschäftigungs- und Partizipationsraten aber deutlich geringer sind.¹⁵ Dies deutet auf erhebliche Arbeitsmarktrigiditäten hin. Wegen der starren Strukturen gingen die

Die Standardabweichung der jährlichen Wachstumsraten wie auch die Streuung der nationalen Pro-Kopf-Einkommen hat sich in der EU-12 in jüngster Zeit kaum verändert. Im Vergleich zur Zeit vor dem EWS nahmen sowohl die Streuung der Pro-Kopf-Einkommen als auch die Korrelation der Wachstumsraten der Beschäftigung im EWS ab. Hinter letzterem steht eine Zunahme der Korrelation zwischen den Regionen verschiedener Länder bei gleichzeitiger Abnahme der Korrelation zwischen den Regionen einzelner Länder. Vgl. Fatás (1997). Die Zunahme der Korrelation dem Währungsregime zuzuschreiben und daraus zu schließen, daß eine gemeinsame Währung die länderspezifischen Schocks weiter reduziert, wäre allerdings voreilig. Erstens muß die vergleichsweise hohe Streuung in den siebziger Jahren im Zusammenhang mit dem politischen Umbruch in Spanien, Griechenland und Portugal gesehen werden. Vgl. Dluhosch (1997b). Zweitens fand in der EU in den achtziger Jahren vor allem durch die Neumitglieder eine erhebliche vertikale Desintegration in der Produktion einzelner Güter statt. Die vertikale Arbeitsteilung zwischen den EU-Ländern könnte die Korrelationen verstärkt haben. In dem Maße, wie die weltweite Integration fortschreitet, während die EU-Integration schon vergleichsweise weit fortgeschritten ist, könnten Produzenten jedoch verstärkt Teile der Produktion in das EU-Ausland verlagern. Dadurch kann wieder eine Entkopplung von Schocks stattfinden. Drittens mag auf dem Weg zur EWWU eine Annäherung der Makropolitiken in der EU zustande gekommen sein. Bei verändertem institutionellen Rahmen ist ein solcher Gleichklang nicht notwendigerweise zu erwarten.

¹⁵ Die Zerlegung der Pro-Kopf Einkommen wurde wie folgt vorgenommen: $Y/P^r = (Y/N)^r (N/P)^r = (Y/N)^r (N/A)^r (A/P)^r$ mit $(Y/P)^r$ = relativem Pro-Kopf Einkommen, $(Y/N)^r$ = relativer Arbeitsproduktivität, $(N/P)^r$ = relativer Beschäftigung, $(N/A)^r$ = relativer Anteil der Beschäftigten an den Erwerbspersonen und $(A/P)^r$ = relativer Partizipationsrate.

relativen Entlohnungszuwächse in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, als Spanien einen beitriffsbedingten Aufschwung erlebte, deutlich über die relativen Produktivitätsänderungen hinaus. Im Ergebnis stiegen die relativen Lohnstückkosten von 78 vH im Jahre 1987 auf 93 vH im Jahre 1992 (wiederum gemessen am EU-12 Durchschnitt).¹⁶ 1992 versiegte der Kapitalzufluß, und Spanien erlebte einen konjunkturellen Einbruch. In der Anpassungskrise Mitte 1992 bis Anfang 1994 stieg die standardisierte Arbeitslosenrate von 16 vH (1991) auf 23.8 vH (1994). Die Peseta wurde nominal und real deutlich abgewertet, verlor gegenüber dem ECU zwischen 1991 und 1994 rund 20 vH ihres Wertes (Banco de España 1995). Spaniens Erfahrungen nach dem EU-Beitritt sind im übrigen ein Beispiel dafür, daß eine Währungsunion bei inflexiblen Arbeitsmärkten den marktlichen (und nach dem EU-Vertrag ausdrücklich erwünschten) Aufholprozeß der Peripherie möglicherweise eher erschwert als erleichtert.

Zu Spannungen im EWS kam es auch Anfang der neunziger Jahre, als eine vergleichsweise expansive Finanzpolitik in Deutschland die Realzinsen nach oben trieb und einen entsprechenden Swing in der deutschen Leistungsbilanz auslöste. Hier waren es die übrigen EWS-Länder, die sich vor Anpassungsschwierigkeiten gestellt sahen. Die Folge waren weder ein Mehr an Flexibilität am Arbeitsmarkt noch Einsparungen auf deutscher Seite. Die Folge war eine Erweiterung der Bandbreiten im EWS.¹⁷ Dieser Weg der Anpassung an asymmetrische Schocks soll künftig versperrt sein.

Kurz: Mit dem Wegfall nomineller Wechselkurschwankungen steigt der Bedarf an Alternativen zur Abfederung von Anpassungslasten noch über das bisherige Maß hinaus an. Daß asymmetrische Schocks in Zukunft in Europa andere Wege der Anpassung und Abfederung erfordern, gilt natürlich ganz generell. Und an Hinweisen darauf fehlt es auch nicht. Hinzu kommt jedoch ein weiteres. Viel spricht dafür, daß die EWWU selbst einen asymmetrischen Schock induziert.¹⁸ Denn mit dem Übergang zu einer einheitlichen Währung werden gegenwärtig noch vorhandene Nominal- und Realzinsunterschiede eingeebnet.¹⁹ Dies kann

¹⁶ Für Details vgl. Peñalosa (1994).

¹⁷ Vgl. Krüger (1992).

¹⁸ Vgl. Schmieding (1998) und The Economist (1998). Zu möglichen Änderungen der Korrelationen nationaler Schocks durch eine gemeinsame Geldpolitik vgl. auch Begg (1997, S. 120 ff.).

¹⁹ Es besteht eine Tendenz zum Ausgleich der Nominalzinsen (für gleiche Risikoklassen). Wegen unterschiedlicher lokaler Inflation (z. B. wegen des Samuel-

zwei Effekte zur Folge haben. Erstens: Wenn die EWWU-Mitglieder sich in unterschiedlichen Phasen im Konjunkturzyklus befinden, wird der gemeinsame geldpolitische Mantel für einige EWWU-Mitglieder zu weit, für andere zu knapp bemessen sein. Tatsache ist, daß gegenwärtig die Konjunktur in der Peripherie (insbesondere Spanien und Irland) deutlich an Fahrt gewonnen hat, während sie im Zentrum (insbesondere in Deutschland und Frankreich) nur sehr verhalten in Fahrt kommt. Bei einer gemeinsamen Geldpolitik, die einem Mittelwert in der bisherigen Geldmengenexpansion folgt, bedeutet dies, daß die Peripherie einen weiteren konjunkturellen Schub erhält, während hierzulande die Konjunktur belastet wird. Zusätzlich angefacht wird die Konjunktur in der Peripherie, wenn die Finanzpolitik dort wieder auf einen expansiveren Kurs schwenkt, weil die Budgetrestriktion durch geringere Zinszahlungen auf die ausstehende Staatsschuld geweitet und die Steuereinnahmen im konjunkturellen Aufschwung steigen, aber Ausgaben nicht gekürzt werden. Gravierende Anpassungsprobleme sind dann zu befürchten, wenn das Strohfeuer in der Peripherie abebbt und die Löhne dort wie in der Vergangenheit nicht hinreichend flexibel sind.

Zweitens: Selbst wenn die Konjunktur in den EWWU-Mitgliedsländern weitgehend synchron verlaufen würde, kann die gemeinsame Währung einen asymmetrischen Schock induzieren. Ist die Geldpolitik erfolgreich, in dem Sinne, daß sie zu einer geringeren durchschnittlichen Inflationsrate führt als es gegenwärtig der Fall ist, dann bedeutet dies der Tendenz nach für die bisherigen Hochzinsländer an der Peripherie, daß dort die Zinsen sinken. Soweit sie mit der Teilnahme an der EWWU Stabilität importieren, können ehemals aufgrund volatilerer und schwerer prognostizierbarer Inflationsraten von Kapitalgebern geforderte Risikoprämien wegfallen. Die geringeren Kapitalkosten geben dann der Peripherie *ceteris paribus* einen konjunkturellen Impuls. In Ländern mit bislang schon stärker stabilitätsorientierter Geldpolitik und einer entsprechenden Reputation dafür ist ein solcher EWWU-induzierter Boom nicht zu erwarten. Hier waren die Risikoprämien bereits vorher geringer. Es könnte sogar das Gegenteil eintreten, dann nämlich, wenn Kapitalanleger eine höhere Risikoprämie als bislang verlangen, weil die EZB keine ähnliche Reputation für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik vorweisen kann wie die nationale Geldpolitik zuvor. Je nach Dimension kann dies die Arbeitsmarktflexibilität dort auf eine erste Probe stellen.

son-Balassa Effektes) besteht allerdings weiterhin die Möglichkeit von Realzinsunterschieden.

Ob die fortschreitende Integration der Produktmärkte innerhalb der EWWU Entlastung bringt,²⁰ ist keineswegs sicher. Nach der traditionellen Auffassung, die Überlegungen Mundells folgt, wird bei hoher Produktmarktintegration der Wechselkursmechanismus entbehrlich. Genau das Gegenteil kann jedoch der Fall sein. Entgegen traditioneller Auffassung können mit fortschreitender Integration die Anpassungserfordernisse steigen. Soweit die Integration den Wettbewerb intensiviert und mit einer feineren Arbeitsteilung und einer stärkeren Spezialisierung verbunden ist, kann dies zweierlei zu Folge haben: (1) Schocks sind u.U. weniger korreliert innerhalb der EU, (2) die Anbieter reagieren u.U. empfindlicher auf Schocks. Letzteres rührt daher, daß eine feinere Arbeitsteilung mit höheren fixen und versunkenen Kosten verbunden ist, die sich nur bei entsprechender Marktgröße tragen lassen – dann aber in der Regel Vorteile verschaffen. Ihr Nachteil liegt in einer stärkeren Verwundbarkeit gegenüber angebotsseitigen Schocks und Änderungen der Nachfrage.

Den potentiellen EWWU-Mitgliedern fehlt bislang jene Preisflexibilität und Mobilität wie sie beispielsweise die Vereinigten Staaten auszeichnet. Daß dies mit Konsequenzen für die Finanzpolitik verbunden sein kann, entspringt keiner normativen Analyse, sondern einer positiven (polit-ökonomischen) Überlegung: Die Tatsache, daß es sich bei der EWWU derzeit nicht um einen optimalen Währungsraum nach den üblichen Kriterien handelt, deutet auf die Gefahr hin, daß die Forderung nach aktiver Arbeitsmarktpolitik verstärkt an den Staat herangetragen wird. Gewiß wurden die Kriterien von jeher diskutiert.²¹ Zu den Streitpunkten gehört nicht nur ihr Gewicht gegenüber den Vorteilen einer einheitlichen Währung in einem gemeinsamen Wirtschaftsraum bei einer Kosten-Nutzen-Analyse. Dazu gehört auch die Frage, ob mangelnde Mobilität und Preisrigiditäten als exogen anzusehen sind oder ob Institutionen, vor allem Arbeitsmarktinstitutionen, unter dem Druck verstärkter Mengeneffekte flexibler werden, also als endogen anzusehen sind.²² Gerade letzteres setzt aber voraus, daß die Politik gegenüber Forderungen, Anpassungsprozesse abzufedern, hart bleibt. Das Vertrauen darauf allein reicht nicht. Institutionen müssen dies auch glaubwürdig vermitteln.

²⁰ Vgl. Frankel / Rose (1996).

²¹ Für einen frühen kritischen Beitrag siehe Willgerodt (1964).

²² Indizien hierfür sieht Fatás (1998, S. 21). Vgl. hierzu auch Sievert (1992).

3. Budgetbeschränkungen in der EWWU

Auf den ersten Blick stoßen diese Forderungen auf eine durch die EWWU gehärtete Budgetbeschränkung. Bislang war die Budgetbeschränkung insofern weicher, als die Geldpolitik unmittelbar nationalen Einflüssen unterlag. Die Möglichkeit einer monetären Alimentierung der Finanzpolitik ist mit ein Grund, warum sich der Staat als Schuldner häufig zu geringeren Zinsen verschulden kann als Private. Dies gilt selbst im Vergleich zu solchen privaten Schuldnern, denen vom Markt eine hohe Bonität zugeschrieben wird. Der Grund hierfür ist, daß Gläubiger bei privaten wie bei staatlichen Schuldnern demselben Inflationsrisiko unterliegen. Bei rein privaten Schuldnern aber kommt das Risiko eines Bankrotts hinzu. Bei staatlichen Schuldnern hingegen besteht die Möglichkeit, der formellen Zahlungsunfähigkeit durch Inflationierung der Währung zu entgehen (sofern die Schuldtitel in nationaler Währung denominiert sind). Soweit die geldpolitische Expansion nicht antizipiert wurde, konnte dadurch in der Vergangenheit die Budgetrestriktion effektiv gelockert werden.²³

Anders liegt der Fall in einer Währungsunion. Dort ist die Verschuldung in einer Währung denominiert, die nicht unmittelbar dem Einfluß des betreffenden Landes unterliegt. Dies spricht vordergründig für eine härtere Budgetbeschränkung in einer EWWU. Weil die Geldpolitik auf europäischer Ebene angesiedelt ist, liegt die Möglichkeit einer Aufweichung der Budgetbeschränkung durch geldpolitische Alimentierung der Finanzpolitik zumindest nicht mehr in unmittelbarer Reichweite nationaler Politik. Aus dieser Perspektive erscheint die Disziplinierung wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger wirksamer als vorher.²⁴ Da es unter diesen Bedingungen wahrscheinlicher ist, daß der Staat bei gegebener Finanzpolitik zahlungsunfähig wird, werden Gläubiger nun eine entsprechende Prämie für dieses Risiko verlangen. Folglich dürften die nationalen Wirtschaftspolitiken zusätzlichen Forderungen, die an die Finanzpolitik gestellt werden könnten, nicht sonderlich aufgeschlossen

²³ Vgl. zur Analogie mit der Phillipskurve De Grauwe (1996).

²⁴ Ergänzend ist anzumerken, daß Konsequenzen für Budgetrestriktionen auch von der Seigniorage ausgehen können. Vor der EWWU bemaß sich die Seigniorage auch nach der Reputation, die die jeweilige nationale Währung genoß. Der Übergang zu einer Währungsunion bedeutet nicht nur einen Bruch mit dieser Reputation; auch erfolgt die Verteilung nach einem neuen Schlüssel, da die Reputation nicht mehr individuell zugeschrieben werden kann. Im Einzelfall kann der Nettoeffekt in die eine oder andere Richtung gehen, das heißt, die Budgetrestriktion lockern oder fester zurren.

gegenüber sein. Wird die Änderung des nationalen finanzpolitischen Handlungsspielraumes durch die EWWU allein aus dieser Perspektive gesehen, erscheint der Übergang zu einer gemeinsamen Währung seiner Wirkung nach ähnlich dem Abschluß eines Freihandelsabkommens. In beiden Fällen bindet sich der Staat gegenüber nationalen Interessengruppen. Die Folgerung liegt nahe, daß die in Europa angesteuerten Institutionen marktliche Anreize fördern.²⁵

Die Disziplinierungswirkung der Kapitalmärkte in einer EWWU ist jedoch an zwei Voraussetzungen geknüpft: Erstens muß der mangelnde Zugriff auf die europäische Geldpolitik vom Markt als glaubwürdig eingeschätzt werden. Zweitens dürfen nicht andere „Hilfen“ für in Not geratene Haushalte in Aussicht stehen. Kurz: Budgetrestriktionen müssen hart sein. Die Maastrichter Verträge und der Stabilitätspakt sollen den Budgetrestriktionen Glaubwürdigkeit verleihen. Dazu gehört im Detail, daß die künftige europäische Geldpolitik sich an den Belangen der Preisniveaustabilität orientieren soll. Dazu gehören auch die budgetpolitischen Konvergenzkriterien, wonach Budgetdefizite 3 vH des BIP nicht überschreiten sollten und der Schuldenstand höchstens 60 vH des BIP betragen sollte bzw., wenn darüber, erkennbar rückläufig sein sollte. Ferner wurde in Art. 104b, Abs. 1 EGV festgeschrieben, daß es keine Solidarhaftung für Schulden einzelner Mitglieder durch die übrigen EWWU-Teilnehmer geben soll. Nach Art. 104c EGV soll die Haushaltslage der Teilnehmer durch die Kommission überwacht werden. Und der ergänzende Stabilitätspakt schließlich sieht vor, daß die Budgetkriterien dauerhaft durchgesetzt und Budgetsünden gegebenenfalls Geldbußen auferlegt werden.

Die budgetpolitischen Kriterien und ihre Überwachung sollen verhindern, daß einzelne Länder sich exzessiv verschulden. Die Situation, daß sie auf eine Lockerung der Geldpolitik zur Lösung eigener haushaltspolitischer Probleme im EZB-Rat drängen könnten²⁶ oder andere Mitglieder sich politisch verpflichtet fühlen könnten, doch (entgegen der No-bail-out-Klausel in Art. 104b EGV) ein Mitglied zu stützen, weil beispielsweise eine gemeinschaftsweite Banken- und Finanzkrise aufgrund der Finanzmarktinterdependenzen droht,²⁷ soll erst gar nicht aufkom-

²⁵ Vgl. Sievert (1992), McKinnon (1994) und Quian/Roland (1997).

²⁶ Vgl. unter den zahlreichen Beiträgen hierzu z. B. Beetsma/Bovenberg (1995), Artis/Winkler (1997).

²⁷ Vgl. hierzu z. B. De Grauwe (1998). Die Forderung nach einer Internalisierung von Spill-overs wegen eines zinsbedingten Crowding-outs (vgl. Buiter/Kletzer (1991); Hemming/Spahn (1997, S. 117)) ist allerdings zu pauschal. Denn die

men. Fehlanreizen durch finanzpolitische Externalitäten soll damit von vornherein vorgebeugt werden. Dem Markt soll suggeriert werden, daß eine Situation der Zahlungsunfähigkeit einzelner Mitglieder, die ja durch das geldpolitische Arrangement nunmehr durchaus möglich wird, nie eintreten wird. Wenn diese Situation nie eintreten wird, dann, so wohl die Botschaft, ist auch kein Bail-Out, gleich in welcher Form, zu erwarten.

Grundsätzlich sind konstitutionelle Regeln, wie es die EU-Verträge ihrer Eigenschaft nach sind, geeignet für eine glaubhafte Selbstbindung. Einen Teil ihrer Glaubwürdigkeit beziehen sie daraus, daß sie relativ schwer abzuändern sind. Dies allein ist jedoch nicht hinreichend. Denn ihre Anreizwirkung hängt in erster Linie davon ab, ob sie auch tatsächlich auferlegt werden bzw. ob dies wahrscheinlich erscheint oder nicht. Aus dieser Perspektive muß allerdings bezweifelt werden, daß die Regeln ihren Zweck erfüllen, nämlich Budgetrestriktionen Glaubwürdigkeit zu verleihen. Zwar legen EU-Vertrag und Stabilitätspakt fest, ab welcher Höhe Defizite als problematisch einzustufen sind. Inwieweit die vertraglichen Abmachungen aber auch zum Tragen kommen, hängt nach Art. 104c EGV und der darauf basierenden Verordnung auch von der Beurteilung der Umstände ab.²⁸

Eine Regel zieht aber gerade ihren Nutzen daraus, daß ihr ein Automatismus eigen ist, daß es eben keinen diskretionären Spielraum gibt.²⁹ Gemessen daran ist die finanzpolitische Absicherung der EWWU eher diskretionär als regelgebunden. Weil die Spielregeln nicht strikt bindend, sondern auslegungsfähig und -bedürftig sind, können sie ihre eigentliche Aufgabe auch nur sehr eingeschränkt leisten. Jedenfalls sind die Auslegungsmöglichkeiten sehr weit: Wann liegen außerordentliche Umstände vor? Schon allein die Ungewißheit der Antwort auf diese Frage beeinträchtigt die Glaubwürdigkeit. Wenn kein Automatismus vorgesehen ist, stellt sich immer die Frage: Warum soll die Regelung gerade im vorliegenden Fall angewendet werden?

Staatsverschuldung ist nicht generell mit technologischen Externalitäten verbunden, sondern eben dann, wenn Budgetrestriktionen weich sind. Beetsma/Uhlig (1997) sehen noch eine alternative Interpretation des Stabilitätspaktes: Da eine übermäßige Staatsverschuldung aufgrund kurzatmiger Wirtschaftspolitik nunmehr mit Externalitäten für die Mitglieder verbunden sein könnte, ermögliche der Stabilitätspakt eine Lösung des Zeitinkonsistenzproblems.

²⁸ Siehe auch die entsprechenden Formulierungen im Stabilitäts- und Wachstumspakt. Vgl. Deutsche Bundesbank (1997).

²⁹ Vgl. Brennan/Buchanan (1985).

Unter außerordentlichen Umständen könnten, wie es der Stabilitäts- und Wachstumspakt nahelegt, konjunkturell bedingte Defizite verstanden werden. Wenn Wirtschaftsteilnehmer selbst nur bedingt in der Lage sind, ihren mit der Konjunktur schwankenden Einkommensstrom durch Sparen und Entsparen zu glätten, weil sie kreditrationiert sind (das Ricardianische Äquivalenzprinzip also nicht gilt), kann der Staat die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt erhöhen, indem er über seine Budgetpolitik eine solche Glättung ermöglicht. Auch wenn eine aktive Fiskalpolitik nicht unumstritten ist, gilt dies doch zumindest weniger für die im Budget eingebauten Stabilisatoren. Wenn dies sozial produktiv ist, sollte dies, so könnte argumentiert werden, auch künftig möglich sein. Aber abgesehen davon, daß außerordentliche Umstände sich auch anderweitig interpretieren lassen, gibt auch eine konjunkturelle Auslegung nicht wirklich Gewißheit über die Durchsetzung der Regeln.

Generell gilt, daß eine konjunkturpolitische Stabilisierung nicht in Konflikt stehen muß mit einer Einhaltung von Defizitplafonds. Schließlich handelt es sich um einen intertemporalen Ausgleich. Im konjunkturellen Aufschwung müßten nur entsprechende Überschüsse akkumuliert werden, die es dann in Abschwungphasen erlauben, trotz sinkender Einnahmen Budgetkriterien einzuhalten. Anders formuliert: Bei einer über den Konjunkturzyklus unveränderten Ausgabenpolitik setzt eine antizyklische Fiskalpolitik voraus, daß über den Konjunkturzyklus gesehen ein ausgeglichenes Budget gefahren wird. Insofern ist fragwürdig, ob eine Aufweichung von Defizitplafonds in diesem Zusammenhang überhaupt notwendig ist.

Richtig ist allerdings, daß dies voraussetzt, daß auch wirklich eine antizyklische Fiskalpolitik betrieben wird. Nur dann ist der fiskalpolitische Spielraum im Abschwung auch vorhanden. Dieser Spielraum ist derzeit in vielen potentiellen EWWU-Ländern nicht vorhanden, obwohl sie sich bereits wieder in einer Phase konjunktureller Gesundung befinden. Vielmehr bewegt sich die Fiskalpolitik in einer ganzen Reihe von Teilnehmerländern nur mit Luftanhaltungen unter der Drei-Prozent-Hürde.³⁰ Zwar mag zu Recht eingewendet werden, daß Konjunkturzyklen nicht wohlgeformt und berechenbar daherkommen. Das aber ist eine Frage des Sicherheitspolsters, sprich der „Vorsichtskasse“³¹, des Staates

³⁰ Gewiß liegt das strukturelle Defizit in den potentiellen Mitgliedsländern derzeit unter drei Prozent. Auch sollen nach Art. 104c Abs. 3 EGV Brutto-Anlageinvestitionen berücksichtigt werden. Doch ändert diese Tatsache nichts an dem Sachverhalt, daß eine antizyklische Fiskalpolitik die Aufweichung von Budgetkriterien durch außerordentliche Umstände nicht zwingend erfordert.

und bedarf auch nicht unbedingt einer Ausnahmeregelung. Im übrigen: Wenn Unkenntnis über den genauen Verlauf konjunktureller Schwankungen besteht, dann ist es auch schwierig, in der Durchsetzung des Stabilitätspaktes eine rein konjunkturelle Überschreitung der Defizitgrenze von einer verteilungspolitischen zu unterscheiden. Der Hinweis auf die konjunkturelle Lage als eine mögliche Interpretation gibt mithin noch keine klare Antwort auf die Frage, wann außerordentliche Umstände vorliegen und wann nicht. Zu außerordentlichen Umständen könnten zum Beispiel auch asymmetrische Schocks anderer als konjunktureller Art gehören. Schon der Begriff „Schock“ legt schließlich nahe, daß es sich nicht um gewöhnliche Umstände handelt. Wie man es auch drehen und wenden mag, die Umstände sind schwer justiziabel, was die Glaubwürdigkeit der Regel mindert.

Als brüchig erweist sich im übrigen auch die Gedankenkette, wonach Grenzen für die Budgetpolitik verhindern, daß ein Mitgliedstaat zahlungsunfähig wird und deshalb weder ein Druck auf die Europäische Geldpolitik noch auf ein Bail-out zu erwarten ist. Denn die Mitglieder treten schon mit einem Schuldenbestand in die EWWU ein. Dem Kriterium des Schuldenbestandes wird im Vertrag wie auch in der Öffentlichkeit weit weniger Aufmerksamkeit gewidmet als dem laufenden Defizit. Aus dem in der Vergangenheit akkumulierten Schuldenbestand ergeben sich jedoch Belastungen künftiger Budgets, die sich schnell in der aktuellen Finanzpolitik niederschlagen können.³² Dabei ist auch zu bedenken, daß eine ganze Reihe von Staaten eine hohe implizite Verschuldung in die EWWU „einbringen“. Das ist beispielsweise der Fall, soweit die Rentenversicherung nach dem Umlageverfahren erfolgt – und dabei handelt es sich keineswegs um zu vernachlässigende Größenordnungen. Erstens muß diese zusätzliche Belastung in der Budgetrestriktion ihren Platz finden. Zweitens steigt ceteris paribus mit dem Schuldenbestand der Anreiz einer Entschuldung durch Lockerung der Geldpolitik.³³ Es bleibt die Frage, ob diese Interessen bei der Willensbildung auf europäischer Ebene zur Geltung kommen – ein entsprechender Anreiz ist jedenfalls vorhanden.

³¹ Vgl. auch die sog. Rainy-day Fonds in den amerikanischen Bundesstaaten mit wirksamer Begrenzung der Verschuldung.

³² Hierauf weisen allerdings nachdrücklich sowohl das Europäische Währungsinstitut (1998) als auch die Deutsche Bundesbank (1998) hin.

³³ Vgl. Dluhosch (1993, S. 144 ff.), De Grauwe (1996).

Das vorgesehene Verfahren trägt nicht dazu bei, die Zweifel an der Glaubwürdigkeit harter Budgetrestriktionen zu reduzieren. Nach dem Stabilitätspakt soll die Kommission über die Einhaltung der Kriterien wachen, über Verletzungen berichten und gegebenenfalls, sofern sie einen Verstoß sieht, den Sachverhalt an den Europäischen Rat weiterleiten. Bei der Beurteilung, ob ein Mitgliedstaat gegen die 3-Prozent-Regel verstößt, hat die Kommission, wie bereits festgestellt, einen weiten Interpretationsspielraum. Die Tatsache, daß eigene Kompetenzen und Budgets höher ausfallen, wenn sie den Sachverhalt in ihrem Aufgabenbereich hält und nicht weiterleitet, spricht dafür, daß eine enge Auslegung der Umstände eher unwahrscheinlich ist.³⁴ Es ginge auch anders: Eine allgemeine Klagemöglichkeit für jedermann, der sich negativ betroffen fühlt, würde eher die Gewähr bieten, daß die Interpretation der Umstände keinen Bias nach oben hat. Dies ist im übrigen eine Möglichkeit der Durchsetzung von Regeln, die in der Handelspolitik schon seit langem diskutiert wird. Aber selbst wenn diese erste Hürde der Durchsetzung genommen würde, ist es fraglich, ob wirklich effektive, sprich spürbare, Sanktionen gegen Budgetsünder verhängt werden.

Der zweite Schritt in der Durchsetzung der Spielregeln, die Beschlußfassung über Sanktionen, ist dem Rat überantwortet. Das heißt, bei Verstoß eines Mitgliedes gegen die Stabilitätskriterien sollen die übrigen Mitgliedstaaten über das betreffende Land zu Gericht sitzen. Trotz aller Verträge handelt es sich jedoch bei den Beteiligten um souveräne Staaten. Etwaige Auflagen könnten deshalb schnell für politische Mißstimmung in Europa sorgen, als ungerechtfertigtes Hineinregieren empfunden werden und die politische und wirtschaftliche Integration Europas belasten. Der politische Wille, dies in Kauf zu nehmen, könnte fehlen. Ein weiterer Konflikt resultiert daraus, daß die Schiedsrichter selbst Mitspieler sind. Bei wichtigen Spielen ist es jedoch aus gutem Grunde üblich, daß die Schiedsrichter nicht zugleich auch Mitspieler sind. Parteische Schiedsrichter könnten ihre Entscheidungen an der Überlegung ausrichten, daß gegebenenfalls auch sie eines Tages auf der Anklagebank sitzen. Dies kann die Sanktionswilligkeit reduzieren. Auch hier ginge es anders: Die Mitglieder des Europäischen Gerichtshofes werden zwar durch die Politik ernannt, sind aber gleichwohl weiter von der nationalen Budgetpolitik entfernt. Die Durchsetzung der Spielregeln gewönne an Glaubwürdigkeit, wenn sie in die Hände eines solchen unabhängige(n) Gremiums gelegt würde.

³⁴ Vgl. Inman (1996) und Krüger (1997).

Derzeit aber sind die Anreize anders gesetzt. Unter den vorliegenden Bedingungen kann es zu einem Chicken-Spiel kommen,³⁵ bei dem zwar beide Parteien drohen, an ihrer Position festzuhalten, es aber letztlich mangels effektiver Sanktionen doch implizit oder explizit zu einem Bail-Out kommt.³⁶ Zwar scheint der Spielraum für ein Bail-out beschränkt angesichts knapper Kassen. Andererseits stellt sich die Frage nach den Alternativen, wenn der Ernstfall erst einmal da ist. Die Drohung mit einem Austritt aus der Währungsunion oder dem Ausschluß unsolider Staaten erscheint wenig glaubwürdig, um Budgetsünder zu disziplinieren, da er mit erheblichen Kosten verbunden wäre. Vor Gründung der EWWU konnte davon noch eine disziplinierende Wirkung ausgehen. Nach Gründung der EWWU ist die Situation eine andere. Ob Budgetrestriktionen in Zukunft hart sein werden, kann also nicht an der derzeitigen Haushaltslage abgelesen werden, die über die Mitgliedschaft in der EWWU entscheiden soll. Die zukünftige Solvenz der Haushalte hängt maßgeblich vom zukünftigen Verhalten und der Nachhaltigkeit einer Sanierung der nationalen Haushalte ab.

Wenn nicht glaubwürdig vermittelt wird, daß Regeln auch durchgesetzt werden, wird die Budgetbeschränkung effektiv aufgeweicht. Denn wenn der Markt nicht an die No-bail-out-Klausel glaubt, sondern auf die Solidarität der Mitgliedsländer spekuliert, werden Gläubiger auch keine Risikoprämie für eine drohende Zahlungsunfähigkeit fordern. Dann aber fehlt ein wesentliches disziplinierendes Element in der europäischen Finanzverfassung. Die Verschuldung ist für Mitgliedsländer billiger als es den sozialen Kosten entspricht. Die Konvergenz der langfristigen Zinssätze in der EU deutet darauf hin, daß der Markt dazu tendiert, unterschiedlichen Schuldnern ähnliche Risiken beizumessen. Anders gewendet: Er scheint im Zweifelsfall ein Bail-out zu erwarten. Die Tatsache, daß gegenwärtige Institutionen stark darauf ausgerichtet sind, daß eine Zahlungsunfähigkeit nicht eintritt, kann die Erwartung nähren, daß letztlich politisch alles getan wird, einen solchen Fall nicht ein-

³⁵ Vgl. Buiter/Kletzer (1991). Jean-Claude Trichet, amtierender Vorsitzender der französischen Zentralbank und einer der diskutierten ersten Präsidenten der EZB, erwartet in der Folge eine stärkere Zentralisierung der Fiskalpolitik in der EWWU als in den Vereinigten Staaten oder Deutschland. Vgl. Financial Times (1998). Und Wyplosz (1997, S. 19), der die Regelungen für zu hart hält, merkt „optimistisch“ an: „However, once monetary union exists, many arrangements can be changed.“

³⁶ So befürchten Hemming/Spahn (1997, S. 126): „... after accession to the Monetary Union countries may lose interest in complying with the criteria. Since the Council has no effective sanction, moral hazard may once again become a problem.“

treten zu lassen. Ein konkreter Fahrplan, der im Detail festlegt, wie bei der Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedes zu verfahren ist, würde hingegen dem Markt signalisieren, daß die Zahlungsunfähigkeit eine ernstzunehmende Möglichkeit ist und damit Gläubiger dazu veranlassen, entsprechende Risikoprämien zu fordern (vgl. Fuest 1993; Krüger 1996, 1997).

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß die Durchsetzung der No-bail-out-Klausel noch Schwachstellen aufweist. Dadurch wird die Glaubwürdigkeit eingeschränkt. Mit einer harten Budgetbeschränkung ist unter diesen Umständen nicht zu rechnen. Dabei fällt besonders ins Gewicht, daß die europäische Finanzverfassung einen weiten Spielraum für Interpretationen zuläßt und die Anreize nicht für eine effektive Durchsetzung sprechen. Dies gilt für die Feststellung eines Verstoßes gegen den Stabilitätspakt ebenso wie für die Verhängung von Sanktionen gegen Budgetsünder. Schließlich fehlt auch ein konkreter Fahrplan für die Abwicklung der Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedstaates. Diese Schwachstellen lassen Zweifel an der disziplinierenden Wirkung aufkommen.

4. Worauf es ankommt

Andernorts kennt man ebenfalls konstitutionelle Beschränkungen der öffentlichen Verschuldung.³⁷ Die Vereinigten Staaten sind ein vielzitiertes Beispiel. Auch dort gibt es eine gemeinsame Währungspolitik und dezentrale Finanzpolitiken. Gleichzeitig ist die öffentliche Verschuldung in den einzelnen Bundesstaaten verfassungsmäßig begrenzt (eine Ausnahme ist Vermont).³⁸ Die Erfahrungen in den Vereinigten Staaten zeigen, daß konstitutionelle Regeln durchaus wirksam sein können.³⁹ Die Tatsache, daß sich die Regeln in den einzelnen Bundesstaaten unter-

³⁷ Für eine Übersicht über verschiedene Formen einer konstitutionellen Beschränkung der staatlichen Schuldenpolitik vgl. Bach (1993). Für eine theoretische Analyse der ökonomischen Eigenschaften verschiedener Institutionen vgl. Rodrik / Zeckhauser (1988).

³⁸ Tatsache ist, daß die Schulden des Bundes im Trend wachsen, während jene der Bundesstaaten eine stabile Relation zum BIP aufweisen. Tatsache ist auch, daß der Bund sich immer dann stärker verschuldete, wenn die Budgetrestriktion gelockert wurde. Vgl. McKinnon (1997, S. 78 ff.).

³⁹ Entgegen der Auffassung von Eichengreen / von Hagen (1996), die fiskalische Beschränkungen nur dann als notwendig (und wirksam) erachten, wenn mit der monetären Union eine fiskalische Zentralisierung verbunden ist, sind Beschränkungen gerade notwendig, um eine solche Zentralisierung zu vermeiden.

scheiden, ermöglicht zu prüfen, worauf es bei einer wirksamen Begrenzung ankommt.⁴⁰ Anhand von Paneldaten von 47 Bundesstaaten im Zeitraum 1970 - 91 kamen Bohn und Inman (1996) zu dem Ergebnis, daß verglichen mit Staaten, die weichen Beschränkungen unterlagen, Staaten mit harten Beschränkungen im Schnitt und pro Einwohner einen um 100 US-Dollar höheren Überschuß auswiesen. Der Übergang von einer weichen zu einer harten Beschränkung reduzierte nach ihren Berechnungen die durchschnittliche jährliche Wahrscheinlichkeit eines Defizits von 0.26 auf 0.11. Überschüsse wurden in speziellen Fonds, sogenannten „Rainy-day Reserve Funds“ zurückgelegt, als Vorsorge gegen künftige Schocks mit Einnahmerückgängen.

Im einzelnen konnten insbesondere drei für die disziplinierende Wirkung zentrale Eigenschaften herausgefiltert werden. Erstens war wesentlich, ob nur ein ausgeglichenes Budget in die Haushaltsberatungen eingebracht werden muß oder ob auch letztlich der Ausgleich wirklich erfolgt sein muß, d. h. ob nach Abschluß des Fiskaljahres eine Überprüfung erfolgt. Zweitens war für die Effektivität entscheidend, wie schwer die Regeln abzuändern sind, beispielsweise, ob ein einfacher Mehrheitsbeschluß ermöglicht, sich über die Vorschriften hinwegzusetzen oder ob dies einer 2/3-Mehrheit bedarf oder gar der Bestätigung durch den Wähler. Das dritte Kriterium betrifft die Frage, wer für die Durchsetzung der Regeln zuständig ist, ob diese bspw. einem unabhängigen Gericht obliegt oder einem durch die Politik ernannten Gremium. Dabei erwiesen sich Vorschriften als besonders effektiv, wenn folgende Bedingungen erfüllt waren: der Ausgleich wurde auch ex post kontrolliert, die Hürden für eine Änderung der Regeln waren hoch und die Regeln wurden durch ein unabhängiges oberstes staatliches Gericht durchgesetzt, dessen Mitglieder gewählt wurden, und Verstöße wurden mit hohen Sanktionen belegt.⁴¹ Dabei ist auch hinzuzufügen, daß in den Vereinigten Staaten generell jeder Steuerzahler berechtigt ist, eine Klage vorzubringen (Inman 1996, S. 10).⁴² Genau bei der Durchsetzung aber liegen

⁴⁰ Von Hagen kam zwar 1991 zu dem Ergebnis, daß die Beschränkungen im Schnitt das Verschuldungsverhalten zwischen 1975 und 1985 nicht beeinflußt haben. Seine Berechnungen stützten sich jedoch auf die Klassifikation der Advisory Commission on Intergovernmental Relations nach der Restriktivität der Beschränkungen. Im übrigen blieb der Einfluß einer Reihe weiterer wichtiger politischer und ökonomischer Variablen auf das Ausgabe- und Einnahme-Verhalten fiskalpolitischer Entscheidungsträger unberücksichtigt. Kritisch dazu Bohn/Inman (1996, S. 17) und die dortige Übersicht über weitere Studien.

⁴¹ Die schwerste Sanktion besteht darin, daß das Gericht die Haushaltspolitik kontrolliert.

die Schwachpunkte der zur Absicherung der EWWU ins Auge gefaßten Regelungen: die Gremien sind nicht unabhängig, die Sanktionskraft ist allenfalls moderat und eine allgemeine Klagemöglichkeit besteht auch nicht.

Kapitalmarktdaten deuten darauf hin, daß die Verfahren in den Vereinigten Staaten glaubwürdig vermitteln, daß Budgetrestriktionen wirklich hart sind und ein Bail-out nicht zu erwarten ist. Steuerbereinigt sind Zinsen auf Schulden der amerikanischen Bundesstaaten fühlbar höher als jene des Bundes (McKinnon 1997, S. 77). Neben dem Inflationsrisiko, dem alle gleichermaßen unterliegen, werden diese Papiere (anders als Bundespapiere) offensichtlich insofern als risikobehaftet angesehen, daß sie u.U. nicht bedient werden. Auch die Variabilität der Rendite von Schuldtiteln und die Korrelation von Schuldenstand und effektiver Verzinsung unter den Bundesstaaten deutet auf eine Sanktionierung der Verschuldungspolitik durch die Kapitalmärkte. So haben ökonometrische Studien, denen ein Zeitraum von fast 10 Jahren (1981 - 90) zugrunde lag, ergeben, daß jeder Prozentpunkt über einer Durchschnittverschuldung mit einer um 23 Basispunkte höheren Verzinsung verbunden war. Die Zinsdifferenz stieg auf 35 Basispunkte, wenn die Verschuldung eine Standardabweichung über dem Mittelwert überstieg. Jenseits einer bestimmten Grenze reagierte der Kapitalmarkt sogar mit Kreditrationierung.⁴³ Letzteres entspricht theoretischen Überlegungen zur effektiven Begrenzung von Vermögensverschiebungen zwischen Schuldner und Gläubiger. Über Zinsen und die Verfügbarkeit von Krediten zwang der Druck der Kapitalmärkte verschiedentlich amerikanische Bundesstaaten, einen Kurswechsel in der Wirtschafts- und Finanzpolitik vorzunehmen. Kalifornien Anfang der neunziger Jahre ist ein Beispiel, New York Mitte der siebziger Jahre eines anderes (McKinnon 1997, S. 77 f.).

Verschiedentlich wird behauptet, daß die Währungsunion der amerikanischen Bundesstaaten gerade deshalb funktioniere, weil dort ein Finanzausgleich zwischen wirtschaftlich schwachen und starken Bundesstaaten bestünde. Als Beleg dafür werden immer wieder Berechnungen

⁴² Die Ergebnisse sind nicht auf Eigenheiten des amerikanischen Systems zurückzuführen, sondern wurden im Rahmen polit-ökonomischer Modell bestätigt. Vgl. für ein solches Modell Inman (1996).

⁴³ Vgl. Bayoumi / Goldstein / Woglom (1995). Den Berechnungen liegen durch die Versicherungsgesellschaft Chubb um diverse Eigenschaften bereinigte Bonds zugrunde. Verbleibende Renditeunterschiede spiegeln also primär das unterschiedliche Risiko wider, daß die Titel nicht bedient werden.

angeführt, wonach in den Vereinigten Staaten 30 - 40 Prozent eines einprozentigen Einkommensrückgangs in einem Bundesstaat durch einen Finanzausgleich abgefedert würden. Ein vergleichbares Versicherungssystem würde in der EU fehlen (vgl. Sachs/Sala-i-Martin 1992).⁴⁴ Auch sei in Europa kein wesentlicher vertikaler Finanzausgleich mit horizontaler Wirkung vorhanden. Der gemeinsame Haushalt der EU-Länder belaufe sich auf weniger als 2 vH des EU-weiten Bruttoinlandsprodukts. In den Vereinigten Staaten umfasse der Bundeshaushalt immerhin mehr als ein Fünftel des Bruttoinlandsproduktes (22.8 Prozent) der Vereinigten Staaten (Wyplosz 1997, S. 13). Das, so könnte gefolgert werden, ermögliche in den Vereinigten Staaten strikte Regeln. Die Behauptung, daß diese Transfers wesentlich zur Funktionsfähigkeit der amerikanischen Währungsunion beitrügen, verfängt jedoch ebensowenig wie der pauschale Hinweis darauf, daß in den Vereinigten Staaten der Bund für die makroökonomische Stabilisierung zuständig sei.

Wie Fatás (1998) zu Recht betont, unterscheiden derlei Verweise nicht hinreichend zwischen der Stabilisierungsfunktion und der Versicherungsfunktion der Finanzpolitik. Beide Funktionen sind auf unterschiedliche ökonomische Sachverhalte gerichtet und beide können von unterschiedlichen institutionellen Arrangements wahrgenommen werden. Sie zu vermischen, wie es häufig der Fall ist, überzeichnet das Ausmaß des Finanzausgleichs in den Vereinigten Staaten. Relevant für die Abfederung asymmetrischer Schocks in einer Währungsunion ist der interregionale Ausgleich, nicht jedoch die intertemporale Glättung von Einkommensschwankungen. Soweit alle Mitglieder gemeinsam von Einkommensschwankungen betroffen sind, geht es um die intertemporale Glättung. Die intertemporale Stabilisierung erfordert jedoch weder eine gemeinsame Finanzpolitik noch Transfers zwischen den Haushalten der

⁴⁴ Aufgrund theoretischer Überlegungen kommen auch Van Aarle und Hougard Jensen (1996) zu dem Schluß, daß ein Finanzausgleich in der EWWU die Wohlfahrt (EU-weit gemessen) erhöhen würde. Allerdings bleibt die politische Ökonomie von Transfers dabei unberücksichtigt. Forderungen nach einem EU-Finanzausgleich bzw. einer gewissen Zentralisierung der Fiskalpolitik in Europa finden sich bereits im McDougall-Report. Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften (1977). Die normativen Begründungen sollen hier nicht weiter erörtert werden. Abgesehen von der Frage, ob sie sich überhaupt tragfähig erweisen, werden allokative und distributive Argumente nicht unmittelbar durch die EWWU berührt. Hier soll lediglich erörtert werden, ob der Verweis auf die Vereinigten Staaten als Währungsunion mit einem Finanzausgleich als Versicherung gegen asymmetrische Schocks trägt. Angemerkt sei aber, daß selbst bei der interregionalen Versicherung gegen Einkommensschwankungen private Märkte eine erhebliche Rolle spielen. Zum empirischen Ausmaß in den Vereinigten Staaten vgl. Asdrubali/Sørensen/Yosha (1996).

Mitgliedstaaten. Diese Aufgabe kann von der jeweiligen nationalen Fiskalpolitik eigenständig wahrgenommen werden. Ein Finanzausgleich kann lediglich das länderspezifische Risiko absichern. Die Korrelation der Wachstumsraten zwischen den Mitgliedstaaten einer Währungsunion gibt Auskunft darüber, in welchem Umfang die Schwankungen alle Länder betreffen und in welchem Umfang sie länderspezifisch sind. Werden den Berechnungen für die Vereinigten Staaten die länderspezifischen Risiken zugrundegelegt, zeigt sich, daß effektiv nur ein geringer Teil der Einkommensschwankungen durch den interregionalen Finanzausgleich gedämpft wird. Über die Jahre 1960 - 90 gerechnet waren es circa 10 vH (Fatás 1998; ähnlich die Ergebnisse von von Hagen 1992).

Werden die Standardabweichungen europäischer Länder herangezogen und das amerikanische System auf die EU-15 projiziert, um die potentielle Wirkung einer interregionalen Versicherung in der EU abzuschätzen, ergeben sich ähnliche Größenordnungen. Der Beitrag eines Finanzausgleichs zur Abfederung von Einkommensschwankungen in der EU wäre mithin schon theoretisch bescheiden. Hinzu kommen praktische Schwierigkeiten (vgl. Fatás 1998). Erstens kann ein interregionaler Finanzausgleich nur gegen konjunkturelle Schwankungen absichern, nicht aber gegen strukturelle Verschiebungen. Viel deutet darauf hin, daß die europäische Integration von beachtlichen strukturellen Verschiebungen zwischen den Mitgliedsländern begleitet war und weiterhin begleitet sein wird. Beides empirisch zu trennen – was Voraussetzung für die Bemessung einer Versicherung wäre – ist jedoch schwierig, zumal Konjunkturschwankungen sich allenfalls in der Theorie als harmonische Schwingungen um einen stabilen Trend darstellen lassen. Beides miteinander zu vermischen würde jedoch zu Fehlanreizen im Strukturwandel und im Wachstumsprozeß führen.

Zweitens droht eine solche Versicherung schon deshalb in ein Verteilungsregime in Europa hineinzuführen,⁴⁵ weil die Mitglieder unterschiedlich von einer Absicherung profitieren würden. Nutznießer wären vor allem Länder, deren Einkommen stark schwanken und bei denen die Einkommensschwankungen negativ mit den übrigen EU-Ländern korrelieren. In der Vergangenheit waren dies unter den EU-15-Ländern zum Beispiel Luxemburg und Finnland. Luxemburg führte 1996 die Skala

⁴⁵ Weil sich derartige Institutionen im polit-ökonomischen Wettbewerb als kaum stabil erweisen, ist auch die traditionelle Föderalismustheorie mit ihrer Aufgabenzuordnung nach wohlfahrtsökonomischen Überlegungen problembehaftet. Für einen Entwurf einer stabilen Fiskalverfassung, die den Wettbewerb der Fiskalpolitiken dauerhaft sichert, vgl. Fuest (1995).

der Pro-Kopf-Einkommen in der EU-15 mit Abstand an (167.67 vH des EU-15 Durchschnitts gemessen in Kaufkraftparitäten). Finnland nahm zwar nur den elften Rang ein, erreichte aber immerhin mit 97.61 vH fast den EU-Durchschnitt (OECD 1998). Polit-ökonomisch wäre dies schwer zu verkaufen. Die Finanzströme würden teilweise entgegen der im EU-Vertrag verankerten Vorstellung einer Konvergenz in der (realen) wirtschaftlichen Entwicklung fließen. Danach ist das Aufholen der Länder mit unterdurchschnittlichem Pro-Kopf-Einkommen zu den reicheren erwünscht. Man mag sich über das Ziel einer „harmonischen wirtschaftlichen Entwicklung“, wie es der EU-Vertrag formuliert, und die aktive Konvergenzpolitik der EU streiten (vgl. kritisch hierzu Dluhosch 1997a). Ziemlich sicher ist, daß eine Abfederung konjunktureller Schwankungen auf diesem Wege zu zusätzlichen (Ausgleichs-)forderungen in der EU führen würde. Kurzum: die Budgetrestriktionen würden aufgeweicht, mit allen Fehlanreizen, die damit verbunden sind.⁴⁶ Dies zu verhindern gehört jedoch gerade zu den Funktionsbedingungen einer Währungsunion in Europa.⁴⁷

Viel spricht dafür, daß der Wettbewerb der Finanzpolitiken in Europa auch den Wettbewerb und die Effizienz im gemeinsamen Markt insgesamt fördert. Das aber gilt nur, wenn die einzelnen Mitspieler finanziell unabhängig voneinander operieren, d. h. ohne daß ein Finanzausgleich in irgendeiner Form zwischen ihnen stattfindet und ohne daß die Stabilitätsorientierung der Geldpolitik gefährdet wird. Nur dann kann erwartet werden, daß der Wettbewerb in eine wohlfahrtsfördernde Richtung gelenkt wird und nicht Fehlanreizen folgt.

Ob die europäische Finanzverfassung trotz aller Bemühungen in den Maastrichter Verträgen und im Stabilitätspakt dies glaubwürdig vermitteln kann, ist zu bezweifeln. Davon aber hängt es ab, ob Kapitalmärkte eine disziplinierende Wirkung entfalten können. Die disziplinierende Wirkung und die Signale für die Kapitalmärkte hängen entscheidend davon ab, ob die Spielregeln, die sich die EWWU gegeben hat, durchgesetzt werden. Die Effektivität der Spielregeln, das zeigt ein Blick in die

⁴⁶ Die Konvergenzhilfen im Vorfeld der EWWU, die den Peripherieländern die Konsolidierung ihrer Haushalte erleichtern sollten, weisen hier in die falsche Richtung.

⁴⁷ Weil eine interregionale Einkommensumverteilung von einer interregionalen Versicherung gegen Einkommensschwankungen und beides von einer intertemporalen Stabilisierung von Einkommen zu unterscheiden ist, ist es auch wenig überzeugend, das gegenwärtige Umverteilungsvolumen innerhalb einzelner EU-Länder (z. B. Deutschland) als Maßstab für den Transferbedarf in einer EWWU zu Grunde zu legen. Vgl. dazu Siebert (1996, S. 349).

Vereinigten Staaten, würde erhöht, wenn mit der Durchsetzung ein unabhängiges Gremium wie bspw. der Europäische Gerichtshof betraut würde und eine allgemeine Klagemöglichkeit auf Verletzung der Spielregeln bestünde. Ferner würde eine Verfahrensordnung, die im einzelnen festlegt, wie im Falle einer Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedes vorzugehen ist, dem Markt signalisieren, daß die Zahlungsunfähigkeit wirklich eine reale Möglichkeit ist (zu den historischen Fällen vgl. Eichen-green 1991 und Krüger 1996). Da die innenpolitischen Kosten einer Zahlungsunfähigkeit mit der Internationalisierung der Anleger sinken, wird dies nicht ohne Konsequenzen für die Risikokalkulation der Gläubiger bleiben. Eine unsolide Budgetpolitik würde mit höheren Zinsen geahndet. Wenn die Mitglieder wirklich ein Bail-out ausschließen wollen, dann müßten sie auch bereit sein, sich auf eine solche Verfahrensordnung festzulegen. Überdies gewinnen die nationalen Budgetrestriktionen an Glaubwürdigkeit, wenn der EU-Haushalt klein bleibt. Aus diesem Grunde und um Fehlanreize zu vermeiden ist auch ein Finanzausgleich abzulehnen. Ferner ist darauf zu achten, daß auch die Kohäsionspolitik der EU nicht zum Einfallstor für derartige Bestrebungen in der EWWU wird.

Kurz: Gefordert ist eine starke nationale Autonomie und ein glaubwürdiges No-bail Out. Dies würde gleichzeitig die Finanzmärkte stärker in die Kontrolle der Budgetpolitiken einbinden, womit die Kontrolle auch entpolitisiert würde. Der Einwand, daß es in der Vergangenheit bei Schuldenkrisen immer mal wieder zu spät zu Reaktionen der Kapitalmärkte kam (Wyplosz 1997, S. 14), verfängt nicht. Erstens darf nicht vergessen werden, daß häufig nicht zuletzt deshalb eine späte Reaktion kam, weil die Wirtschaftspolitik ein Moral-hazard-Verhalten gefördert hat (dies gilt für Lateinamerika ebenso wie für die Asienkrise). Zweitens ist dies bei privaten Kreditbeziehungen nicht anders. Auch auf den internationalen Finanzmärkten gibt es Irrtümer, werden Fehlinvestitionen getätigt, wird verschiedentlich Lage und Entwicklung eines Schuldners falsch eingeschätzt. Es kann aber auch gar nicht um ein Nirwana gehen, sondern um die Wahl zwischen (unvollkommenen) Alternativen. Der Wettbewerb der Finanzpolitiken ist kein vollkommener Wettbewerb. Die Tatsache, daß es immobile Ressourcen und Unteilbarkeiten gibt, setzt dem politischen Wettbewerb immer Grenzen. Das aber heißt nicht, daß man deshalb auch auf die möglichen Vorzüge verzichten sollte.

Literatur

- Artis, Michael J. und Bernhard Winkler* (1997): „The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank“, CEPR Discussion Paper #1688.
- Asdrubali, Pierfederico; Sørensen, Bent E. und Oved Yosha* (1996): „Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963 - 1990“, *Quarterly Journal of Economics* 111, 1081 - 1110.
- Bach, Stefan* (1993): „Institutionelle Beschränkungen der Staatsverschuldung vor dem Hintergrund der Auseinandersetzungen um das ‚Balanced Budget Amendment‘ in den USA, der Maastrichter Verträge und der Rechtssprechung des Bundesverfassungsgerichts, *Konjunkturpolitik* 39, 1 - 27.
- Banco de España* (1995): *Boletín Estadístico*, Diciembre 1995, Madrid: BE.
- Bayoumi, Tamim und Barry Eichengreen* (1996): „Operationalizing the Theory of Optimum Currency Areas“, CEPR Discussion Paper #1484.
- Bayoumi, Tamim; Goldstein, Morris und Geoffrey Woglom* (1995): „Do Credit Markets Discipline Borrowers? Evidence from US States“, *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, 1046 - 59.
- Beetsma, Roel M. W. und A. Lans Bovenberg* (1995): „Designing Fiscal and Monetary Institutions for a European Monetary Union“, CEPR Discussion Paper #1303.
- Beetsma, Roel M. W. und Harald Uhlig* (1997): „An Analysis of the ‚Stability Pact‘“, mimeo: CentER, Tilburg University.
- Begg, David* (1997): „The Design of EMU“, in: *Staff Studies for the World Economic Outlook*, Washington, D.C.: IMF, 111 - 127.
- Blanchard, Olivier Jean und Lawrence Katz* (1992): „Regional Evolutions“, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1992, 1 - 75.
- Bohn, Henning und Robert P. Inman* (1996): „Balanced Budget Rules and Public Deficits: Evidence from the U.S. States“, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 45, 13 - 76.
- Brennan, Geoffrey und James M. Buchanan* (1985): *The Reason of Rules – Constitutional Political Economy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Buiter, Willem H. und Kenneth M. Kletzer* (1991): „Reflections on the Fiscal Implications of a Common Currency“, in: *European Financial Integration*, hrsg. v. Alberto Giovannini und Colin Mayer, Cambridge: CEPR, 221 - 44.
- Decressin, Jorg und Antonio Fatás* (1995): „Regional Labor Market Dynamics in Europe and Implications for EMU“, *European Economic Review* 39, 1627 - 55.
- De Grauwe, Paul* (1996): „Comment on Barry Eichengreen and Jürgen von Hagen ‚Fiscal Policy and Monetary Union‘: Federalism, Fiscal Restrictions, and the No-Bailout Rule“, in: *Monetary Policy in an Integrated World Economy*, Kiel Symposium, Tübingen: Mohr, 232 - 38.
- (1997): „Carpe Diem“, in: *European Economic Perspectives* #15, Dec. 1997, 5 - 6.

- (1998): „Economic and Monetary Turmoil“, *Financial Times*, 20. Febr. 1998, 20.

Deutsche Bundesbank (1997): Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion #6, Mai 1997, Frankfurt / M.: Deutsche Bundesbank.

- (1998): Stellungnahme des Zentralbankrates zur Konvergenzlage in der Europäischen Union im Hinblick auf die Dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion, Frankfurt / M.: Deutsche Bundesbank.

Dluhosch, Barbara (1993): Strategische Fiskalpolitik in offenen Volkswirtschaften, Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik Band 91, Köln: Institut für Wirtschaftspolitik.

- (1997a): „The Convergence of Income Distributions: Another Measurement Problem“, *Constitutional Political Economy* 8, 337 – 52.
- (1997b): Centrifugal and Centripetal Forces in European Economic Integration, Habilitationsschrift, Köln.

Dluhosch, Barbara und Malte Krüger (1991): „Struktureller Anpassungsbedarf bei hohen Kapitalimporten und festen Wechselkursen: Der Fall Spanien“, *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 40, 157 – 80.

Dohse, Dirk und Christiane Krieger-Boden (1998): Währungsunion und Arbeitsmarkt: Auftakt zu unabdingbaren Reformen, Kieler Studie #290, Tübingen: Mohr.

Eichengreen, Barry (1991): „Historical Research on International Lending and Debt“, *Journal of Economic Perspectives* 5 (2), 149 – 69.

Eichengreen, Barry und Jürgen von Hagen (1996): „Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restrictions, and the No-Bailout Rule“, in: *Monetary Policy in an Integrated World Economy*, Kiel Symposium 1995, Tübingen: Mohr, 211 – 31.

Europäisches Währungsinstitut (1998): Konvergenzbericht, März 1998: Frankfurt / M.: EWI.

Fatás, Antonio (1997): „EMU: Countries or Regions? Lessons from the EMS Experience“, *European Economic Review* 41 (PP), 743 – 51.

- (1998): „Does EMU Need a Fiscal Federation?“, mimeo: INSEAD, erscheint demnächst in: *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, hrsg. v. Begg, David; Hagen, Jürgen von; Wyplosz, Charles und Klaus F. Zimmermann, Oxford: Blackwell.

Financial Times (1998): „France: Trichet Warns of EMU Controls“, *Financial Times*, Febr. 19th, 1998.

Fleming, J. Marcus (1962): „Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates“, *IMF Staff Papers* 9, 369 – 79.

Frankel, Jeffrey und Andrew Rose (1996): „The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria“, *CEPR Discussion Paper* #1473.

Fuest, Clemens (1993): „Stabile fiskalpolitische Institutionen für die Europäische Währungsunion“, *Wirtschaftsdienst* 73, 539 – 45.

- (1995): Eine Fiskalverfassung für die Europäische Union, Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik 100, Köln: Institut für Wirtschaftspolitik,
- Hagen, Jürgen von* (1991): „A Note on the Empirical Effectiveness of Formal Fiscal Restraints“, *Journal of Public Economics* 44, 199 - 210.
- (1992): „Fiscal Arrangements in a Monetary Union: Evidence from the US“, in: *Fiscal Policy, Taxation, and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, hrsg. v. Donald E. Fair / Christian de Boissieu, Dordrecht: Kluwer, 337 - 59.
- Hagen, Jürgen von und Manfred M. Neumann* (1994): „Real Exchange Rates Within and Between Currency Areas: How Far Away is EMU?“, *Review of Economics and Statistics* 76, 236 - 44.
- Hemming, Richard und Paul Bernd Spahn* (1997): „European Integration and the Theory of Fiscal Federalism“, in: *Macroeconomic Dimensions of Public Finance: Essays in Honour of Vito Tanzi*, hrsg. v. Mario I. Blejer und Teresa Ter-Minassian, London und New York: Routledge, 110 - 28.
- Inman, Robert P.* (1996): „Do Balanced Budget Rules Work? U.S. Experience and Possible Lessons for EMU“, NBER Working Paper #5838.
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften (1977): Bericht der Sachverständigengruppe zur Untersuchung der Rolle der öffentlichen Finanzen bei der Europäischen Integration (MacDougall-Bericht). Band I: Generalbericht, Reihe Wirtschaft und Finanzen A 13, Brüssel.
- Kornai, Janos* (1986): „The Soft Budget Constraint“, *Kyklos* 39, 3 - 30.
- Krüger, Malte* (1992): „Was dem EWS geschehen ist“, *Wirtschaftsdienst*, 72 (10), 516 - 19.
- (1996): „Staatsbankrotte: Es gab sie, und es wird sie geben“, *Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik* 68 (2), 8 - 13.
- (1997): „A Bankruptcy Code for EMU Memberstates“, mimeo: London.
- McCallum, John* (1997): „A Canadian Lesson for EMU“, *Wall Street Journal*, Dec. 16th, 1997.
- McKinnon, Ronald I.* (1994): „A Common Monetary Standard or a Common Currency for Europe?“, *Scottish Journal of Political Economy*, 41 (4), 337 - 57, wiederabgedruckt in: Ronald I. McKinnon (1996): *The Rules of the Game*, Cambridge / Mass und London: MIT Press.
- (1997): „Market Preserving Fiscal Federalism in the American Monetary Union“, in: *Macroeconomic Dimensions of Public Finance: Essays in Honour of Vito Tanzi*, hrsg. v. Mario I. Blejer und Teresa Ter-Minassian, London und New York: Routledge, 73 - 93.
- Mundell, Robert A.* (1961): „A Theory of Optimum Currency Areas“, *American Economic Review* 51, 657 - 65.
- (1963): „Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates“, *Canadian Journal of Economics* 29, 475 - 85.

- Nerlich, Carolin* (1996): Zur wirtschaftlichen Stabilität in einer Währungsunion unter Bedingungen realer Schocks, Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik 107, Köln: Institut für Wirtschaftspolitik.
- North, Douglas C.* (1993): „Institutions and Credible Commitment“, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 149, 11 - 23.
- OECD (1998): *National Accounts, Main Aggregates Vol. 1, 1960 - 96*, Paris: OECD.
- Peñalosa, Juan María* (1994): „The Spanish Catching-Up Process: General Determinants and Contribution of the Manufacturing Industry“, Madrid: Banco de España Documento de Trabajo #9428.
- Quian, Yingyi und Gérard Roland* (1997): „Federalism and the Soft Budget Constraint“, mimeo: Stanford.
- Quian, Yingyi und Barry Weingast* (1997): „Federalism as a Commitment to Preserving Market Incentives“, *Journal of Economic Perspectives* 11, 83 - 92.
- Rodrik, Dani und Richard Zeckhauser* (1988): „The Dilemma of Government Responsiveness“, *Journal of Policy Analysis and Management*, Fall, 601 - 20.
- Sachs, Jeffrey D. und Xavier Sala-i-Martin* (1992): „Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States“, in: *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the United States*, hrsg. v. Matthew Canzoneri, Vittorio Grilli und Paul Masson, Cambridge: Cambridge University Press.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1997): Jahresgutachten 1997/98: Wachstum, Beschäftigung, Währungsunion – Orientierungen für die Zukunft, Stuttgart: Metzler-Poeschel.
- Schmieding, Holger* (1998): „Sich wappnen für den ersten Schock“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 23. Jan. 1998, 13.
- Siebert, Horst* (1996): „Zum Transferbedarf in einer Währungsunion“, *Die Weltwirtschaft*, 1996 (4), 345 - 53.
- Sievert, Olaf* (1992): „Geld, das man nicht selbst herstellen kann“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 26. Sept. 1992, 13.
- Tanzi, Vito* (1993): „Financial Markets and Public Finance in the Transformation Process“, in: *Transition to Market: Studies in Fiscal Reform*, hrsg. von Vito Tanzi, Washington, D.C.: IMF, 1 - 30.
- The Economist (1998): „Europe Grows Apart“, *The Economist*, March 7th, 1998.
- Van Aarle, Bas und Svend-Erik Hougaard Jensen* (1996): „Output Stabilization in EMU: Is there a Case for an EFTS?, mimeo: CentER Tilburg University.
- Watrin, Christian* (1993): „Europas ungeklärte Ordnungsfragen“, in: *Die personale Struktur des gesellschaftlichen Lebens*, hrsg. von Norbert Glatzel und Eugen Kleindienst, Berlin, 169 - 90.
- Weingast, Barry R.* (1993): „Constitutions as Governance Structures: The Political Foundations of Secure Markets“, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 149, 286 - 311.

- (1995): „The Economic Role of Political Institutions: Markt-Preserving Federalism and Economic Development“, *Journal of Law, Economics and Organization* 11, 1 - 31.
- Willgerodt, Hans* (1964): „Wirtschaftsraum und Währungsraum“, *Wirtschaftspolitische Chronik* 17 (3), 21 - 51.
- Wyplosz, Charles* (1997): „EMU: Why and How it Might Happen“, *Journal of Economic Perspectives* 11 (4), Fall 1997, 3 - 22.

Abstract

Public Finance in the EMU

By Barbara Dluhosch

The paper shows that budget constraints will be softened rather than tightened after EMU. However, as the paper also points out, hard budget constraints are crucial for market preserving fiscal federalism and the safeguarding of EMU in general and monetary stability in particular. In analyzing the political economy of fiscal policy after EMU it is shown that the stability pact does not effectively discipline national fiscal policy. In particular the enforcement of budget constraints is lacking credibility. The institutions responsible for enforcement are not independent from the political process and enforcement is a matter of discretion rather than rules.

JEL classification: E 58, F 36

Keywords: EMU, public finance, political economy

Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität zu Köln und

*Wirtschaftspolitisches Seminar der Universität zu Köln, Robert-Koch-Str. 41,
D-50931 Köln, Germany*

Finanzpolitik in der EWWU

Korreferat von S t e f a n H o m b u r g, Hannover

1. Einleitung

Im vorigen Referat wurde zu Recht betont, daß zwischen den Funktionsbedingungen der EWWU vor bzw. nach Entscheidung über die Errichtung und den Teilnehmerkreis unterschieden werden muß. Was die Zeit „davor“ angeht, kann wohl kein Zweifel bestehen, daß die anstehende Währungsunion zur Stärkung der geld- und finanzpolitischen Disziplin der prospektiven Teilnehmerstaaten beigetragen hat – zumindest im Hinblick auf jene berühmten Kennziffern, die in den vergangenen Jahren eine fast religiöse Verehrung erfahren haben, die sogenannten „Maastricht-Kriterien“.

Nachdem nun feststeht, daß die Währungsunion im Januar 1999 mit zunächst 11 Teilnehmerstaaten beginnen wird, stellen sich zwei finanzpolitisch interessante Fragen:

- Erstens: Werden die Teilnehmerstaaten Haushaltsdisziplin üben, oder wird der Sparwille mancherorts erlahmen, mit der Folge, daß Beistandszahlungen notwendig werden?
- Zweitens: Wird von den nationalen Finanzpolitiken ein Druck in Richtung laxer europäischer Geldpolitik ausgehen?

Über diese Fragen soll in den folgenden Abschnitten ein wenig spekuliert werden. Vorab sei betont, daß sich die Ausführungen auf langfristige Entwicklungstendenzen beziehen, nicht auf die Ereignisse der nächsten zwei oder drei Jahre. Daß die Währungsunion, von kleinen Umstellungsproblemen abgesehen, anfangs funktioniert, steht wohl außer Zweifel. Zumindest die jüngere Generation wird aber ebenso fragen dürfen, wie die Dinge in, sagen wir, zwanzig Jahren stehen.

2. Zur Wahrscheinlichkeit von Beistandszahlungen

Ein Teil der Skepsis gegenüber der EWWU ergibt sich aus der Befürchtung, daß dieser enge Zusammenschluß künftig Beistandszahlungen zugunsten finanzschwacher Teilnehmerstaaten erforderlich macht – und zwar in einem Maß, das über die bestehenden Umverteilungsmechanismen der EU, insbesondere die Agrar- und Strukturfonds, hinausgeht. Solche Befürchtungen beruhen auf der These, daß mit dem Vertrag von Maastricht ökonomisch eine Haftungsgemeinschaft geschaffen wurde. In Erkenntnis dieser Tatsache, so das Argument, könnten es vor allem kleinere Teilnehmerstaaten an finanzpolitischer Disziplin fehlen lassen und darauf spekulieren, notfalls von den anderen Staaten unterstützt zu werden. Sind Beistandszahlungen wahrscheinlich, ist ein solches Verhalten fatalerweise sogar rational, weil nur der eigene Bankrott die volle Ausschöpfung des weichen Budgets erlaubt.

Ein Teil der Literatur begegnet dieser Befürchtung durch Hinweis auf Art. 104b des Vertrags und die darin niedergelegte no-bail-out Klausel¹. Entgegen der Ansicht mancher Kollegen, diese no-bail-out Klausel sei ein zentrales Element des Vertrags von Maastricht, vertrete ich die Meinung, daß Art. 104b keinerlei konstitutive Bedeutung hat.

Nach allgemeinen Grundsätzen des Privatrechts und Völkerrechts haften Personen und Staaten grundsätzlich nicht füreinander, wobei man unter „Haftung“ versteht, daß die Verpflichtungen des einen zugleich und automatisch Verpflichtungen des anderen sind. Haftung im juristischen Sinne kann nur durch Vertrag, einseitige Erklärung (z. B. Bürgschaft) oder ausnahmsweise durch Gesetz begründet werden. Deshalb hat Art. 104b nur deklaratorischen Charakter; der Vertragsinhalt wäre ohne diese Vorschrift genau derselbe.

Die Kernfrage besteht folglich nicht darin, ob die Teilnehmerstaaten im Verhältnis zueinander haften, sondern ob sie im Fall des Falles zu Beistandszahlungen verpflichtet sind. Der einschlägige Art. 103a des Vertrags von Maastricht besagt hierzu folgendes:

Ist ein Mitgliedstaat aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht, so kann der Rat einstimmig auf Vorschlag der Kommission beschließen, dem betreffenden Mitgliedstaat unter bestimmten Bedingungen einen finanziellen Beistand zur gewähren. Sind die gravierenden

¹ Vertrag über die Europäische Union (Maastricht-Vertrag). 2. Auflage München 1993.

Schwierigkeiten auf Naturkatastrophen zurückzuführen, so beschließt der Rat mit qualifizierter Mehrheit².

Weil der zweite Teil der Vorschrift auf Naturkatastrophen rekurriert, ergibt sich im Umkehrschluß, daß die im ersten Teil genannten Ereignisse keine Naturkatastrophen sind. Zu denken wäre etwa an Finanzkrisen, auch solche, die Folge einer unsoliden Haushaltspolitik der Vergangenheit sind. Als Schutz vor Beistandspflichten verbleibt die Einstimmigkeit, aber auch diese Bestimmung sollte man nicht voreilig als beruhigend ansehen, und zwar aus zwei Gründen. Erstens erscheint es wenig wahrscheinlich, daß einem bankrotten Teilnehmerstaat Unterstützungszahlungen der anderen Teilnehmer rundweg abgeschlagen werden. Zweitens könnte sich im Zuge der Fortentwicklung der Union eine juristische Beistandsverpflichtung in der Weise ergeben, daß der Rat gegebenenfalls zustimmen muß. Das Beispiel Deutschlands, dessen Verfassung keinerlei Beistandspflicht vorsieht, ist hier sehr instruktiv, weil das Bundesverfassungsgericht 1992 aus dem „bündischen Prinzip“ gefolgert hat, daß der Bund notleidenden Ländern zu helfen habe. Seither erhalten Bremen und das Saarland jährlich Transfers in Höhe eines runden Viertels ihrer eigenen Steuereinnahmen; Transfers wohlgermerkt, die nur auf die Zahlungsunfähigkeit konditioniert sind und die kumulativ zu den Zahlungen aus dem Länderfinanzausgleich und den übrigen Bundesergänzungszuweisungen gewährt werden.

Auch aus diesen Gründen ist der Grundthese des vorangegangenen Referats, daß ein no-bail-out kaum glaubwürdig zu vermitteln sei, nachdrücklich zuzustimmen. Wenn man dies so sieht, erhält die Frage, wie künftige Konkurse der Teilnehmerstaaten von vornherein vermieden werden können, einen zentralen Stellenwert. Damit komme ich zum Stabilitätspakt.

Der Stabilitätspakt, der in später Erkenntnis der obigen Probleme nachträglich beschlossen wurde, sieht vor, daß die finanzpolitischen Konvergenzkriterien nicht nur bis zum Beitritt, sondern dauerhaft erfüllt werden müssen. Prinzipiell ist ein derartiger Stabilitätspakt wohl das beste Mittel zur Ausschaltung des Beistandsproblems; es fragt sich nur, ob seine konkrete Ausgestaltung der Durchsetzung der angestrebten Ziele dienlich sein wird. Entgegen den ursprünglichen Vorstellungen Deutschlands sieht der Stabilitätspakt keine automatischen Geldbußen vor, die bei Überschreitung der Defizitquote bzw. der Schuldenstand-

² Ebd.

quote sofort fällig werden, sondern eröffnet diskretionäre Entscheidungsspielräume. Dies wäre nicht weiter schlimm, wenn ein unabhängiges Gremium über die Bußen zu befinden hätte; der Pakt überantwortet die Entscheidung jedoch dem Rat, also gewissermaßen der Gemeinschaft aktueller und potentieller Sünder. Hierin liegt der erste Konstruktionsfehler des Stabilitätspakts.

Der zweite und wichtigere Fehler besteht darin, daß der Pakt ebenso wie der Unionsvertrag mit dem Finanzierungssaldo eine ökonomisch ungeeignete Maßzahl verwendet. Aufgrund der umfangreichen Forschung zum „generational accounting“ wissen wir, daß es neben der im Finanzierungssaldo zum Ausdruck kommenden expliziten Staatsverschuldung zahlreiche Formen impliziter Staatsverschuldung gibt. Ersetzt ein Teilnehmerstaat explizite durch implizite Verschuldung, ist im Hinblick auf dauerhafte finanzpolitische Stabilität nichts gewonnen, das notorische „Maastricht-Kriterium“ aber erfüllt. Zur impliziten Staatsverschuldung gehören alle Varianten des „sale-and-lease-back“, rückzahlbare Steuern, vor allem aber künftige Pensions- und Rentenverpflichtungen.

Die OECD hat 1993 in einer vergleichenden Studie für sieben große Industrieländer festgestellt, daß allein der Barwert der Rentenverpflichtungen den expliziten Schuldenstand durchweg übersteigt³. Während der Vertrag von Maastricht und der Stabilitätspakt eine Schuldenstandsquote von 60 v. H. fordern und während sich zahlreiche Beobachter sorgen, daß Italien dieses Kriterium mit einem Schuldenstand von über 120 v. H. des BIP verfehlt, lag die Quote unter Einschluß der Rentenverpflichtungen schon 1990 in Italien bei 360 v. H., in Frankreich bei 280 v. H. und in Deutschland immerhin bei 200 v. H. Anders ausgedrückt übersteigt die implizite Staatsschuld die explizite Staatsschuld bei weitem, so daß der Stabilitätspakt auf die falsche Maßzahl reflektiert.

Eine Fortschreibung des Stabilitätspakts setzt die empirische Ermittlung ökonomisch gehaltvoller Verschuldungszahlen auf der Grundlage von „generational accounts“ voraus. Verbindet man solche neu zu schaffenden Maßzahlen mit automatisch fälligen Geldbußen, wären die nationalen Budgetbeschränkungen tatsächlich hart. In seiner jetzigen Form kann der Stabilitätspakt keine harten Budgetbeschränkungen gewährleisten, was für die Zukunft der EWWU nichts Gutes erwarten läßt. Als Fazit ergibt sich, daß künftige Beistandszahlungen unter dem derzeitigen Arrangement durchaus wahrscheinlich sind.

³ OECD (1993) *Pension Liabilities in the Seven Major Economies*. Paris: OECD.

3. Finanzpolitik und Preisniveaustabilität

Abschließend möchte ich die Bedeutung der Seignorage für die künftige Währungsstabilität in Europa erörtern. Unter Seignorage versteht man eine finanzpolitische Einnahmequelle, die in der Literatur auch schlicht Inflationsteuer genannt wird. Inflation bedeutet auf der Haben-seite zusätzliche Einnahmen für den Staat, denen auf der Sollseite entsprechende Realkassenverluste der Haushalte und Unternehmen gegenüberstehen.

Die Bedeutung der Seignorage ergibt sich wirtschaftshistorisch daraus, daß sie als überragende Inflationsursache angesehen werden muß. Mit Ausnahme einer relativ kurzen Phase in den 70er Jahren, als die schleichende Teuerung hauptsächlich auf dem Irrtum beruhte, man könne die Wirtschaft durch diskretionäre Geld- und Finanzpolitik stabilisieren, ist Inflation in geschichtlicher Perspektive das Ergebnis staatlicher Versuche, über die ordentlichen Einnahmen hinaus eine attraktive weitere Einnahmequelle zu erschließen. Diese Aussage gilt für die Münzverschlechterungen unter den römischen Kaisern ebenso wie für die berühmten Mefowechsel, die im Dritten Reich zur Rüstungsfinanzierung begeben wurden. Auch die heute z. B. in Rußland beobachtbaren Preissteigerungen sind kein Ausdruck geldpolitischen Unvermögens, sondern dienen der staatlichen Einnahmenbeschaffung.

Ein kleines spieltheoretisches Modell verdeutlicht, warum die Seignorage als wichtigste Gefährdung der künftigen Währungsstabilität angesehen werden muß. Das Modell beruht auf der simplen Annahme, daß der Staat Inflationssteuern prinzipiell gutheißt, während die Bürger hiergegen eine Abneigung haben. In einem demokratischen Staat, dessen Regierung und Parlament turnusgemäß von den Bürgern gewählt werden, muß es deshalb nicht zu Inflation kommen: Die politischen Akteure, die überlegen, ob sie auf der ersten Spielstufe eine Inflationsteuer erheben sollen, werden berücksichtigen, daß die Bürger auf der zweiten Spielstufe ihr Urteil über die Inflationsteuer fällen. Folgt man dieser Sicht, ist nicht so sehr die Unabhängigkeit der Notenbank entscheidend; vielmehr kommt es auf die politischen Anreize an, es bei dieser Unabhängigkeit zu belassen.

Eine hübsche Illustration dieser Thesen liegt im Satz des CDU-Generalsekretärs Hintze, der im Sommer 1997 anlässlich der Diskussion um die Neubewertung der Goldreserven feststellte, daß es neben der Unabhängigkeit der Bundesbank auch eine Unabhängigkeit des Gesetzgebers

gäbe. Dieser Satz stimmt und besagt, daß die Notenbank nur so unabhängig ist, wie es der Gesetzgeber gutheißt; so gesehen ist die Notenbank niemals autonom. Man muß die Einsicht von Herrn Hintze jedoch dahingehend ergänzen, daß es neben der Unabhängigkeit des Gesetzgebers außerdem eine Unabhängigkeit des Wählers gibt, der Eingriffe in die Notenbankautonomie sanktionieren kann. Allein diese Drohung führte im letzten Sommer dazu, daß der Gesetzgeber auf die fest beabsichtigte Neubewertung verzichtete.

Schon allein aus diesen Gründen sollte man die Einführung des Euro nicht euphemistisch als Währungsumstellung bezeichnen. Vielmehr handelt es sich um eine Währungsreform, wenn man unter Währungsreform eine grundlegende Änderung der geldpolitischen Spielregeln versteht. Die weitaus wichtigste neue Spielregel besagt, daß der geldpolitische Rahmen künftig nicht mehr von einem demokratisch unmittelbar kontrollierten Gremium gesetzt wird. Wie unabhängig die Europäische Zentralbank auf Dauer sein wird, entscheidet kein nationales Parlament, noch weniger das Europäische Parlament, sondern der Rat.

Wenn es stimmt, daß Politiker prinzipiell Interesse an zusätzlichen Staatseinnahmen haben und nur aus Angst vor dem Wähler vor einem Überdrehen der Steuerschraube zurückschrecken, dann besteht im Rat bezüglich der Seignorage Interessenharmonie. Jedes Ratsmitglied müßte so gesehen begehrt auf die Erhebung von Inflationsteuern schauen, deren Erträge laut EU-Vertrag unmittelbar den Mitgliedstaaten zufließen. Gibt es in diesem Fall denn keine demokratische Inflationsbremse? Ich meine nein. Gesetzt den Fall, der Euro würde mit, sagen wir, 30% pro Jahr inflationieren. Sicher wären die deutschen Wähler, und nicht nur diese, hierüber entsetzt. Aber könnten sie ihre nationale Regierung mit Abwahl bedrohen, wenn die Regierung ihrerseits darauf zu verweisen vermag, daß die Geldpolitik eben nicht länger in nationaler Hand ist? Fatalerweise könnte nicht nur die deutsche, sondern jede europäische Regierung gegenüber ihren Wählern behaupten, sie hätte sich im Rat für mehr Geldwertstabilität eingesetzt, sei aber unterlegen. Kombiniert man diese Ausfluchtmöglichkeit mit der oben behaupteten Interessenharmonie der Teilnehmerstaaten, also mit dem gemeinsamen Wunsch der Teilnehmer nach höheren Einnahmen, dann ist der Euro auf Dauer wohl keine stabile Währung, sondern eine grundlegende Fehlkonstruktion, über die die Geschichte nach einiger Zeit hinweggehen wird.

Abstract

Public Finance in the EMU

Comment by S t e f a n H o m b u r g

The paper discusses two problems, namely, the probability of bail-outs under EMU, and the stability of the future Euro. Its main conclusions are that bail-outs are probable indeed and that the European common currency will not be stable in the long run.

JEL-classification: E 60, H 87

University of Hannover, Königsworther Str. 1 D-30167 Hannover, Germany

EWU – Veränderung von Markt und Wettbewerb aus der Sicht eines Industrieunternehmens

Von Heinz-Joachim Neubürger, München

1. Einleitung

Die Schaffung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion und die Einführung des Euro als gemeinsame Währung des „Eurolands“ stellt einen Meilenstein in der Vollendung des Gemeinsamen Marktes dar. Sie hat einen tiefgreifenden Einfluß auf die europäischen Volkswirtschaften.

Die Einführung des Euro zum 1. Januar 1999 ist daher verständlicherweise auch für Siemens ein wichtiges Datum, da das wirtschaftliche Umfeld von Industrieunternehmen sich als Folge der gemeinsamen Währung nachhaltig verändern wird. Somit werden wir in einem nicht unerheblichen Umfang auch die Art und Weise, wie wir unser Geschäft in diesem Euroland zukünftig betreiben, neu zu definieren haben.

Europa war und ist der Heimatmarkt von Siemens. Im letzten Geschäftsjahr haben wir weltweit einen Umsatz von rund 107 Milliarden DM erzielt. 63% dieses Umsatzes und ca. 80% unseres Gewinns vor Steuern von 3,5 Milliarden DM erzielten wir in Europa. Hier beschäftigen wir auch insgesamt 280.000 unserer weltweit 380.000 Mitarbeiter.

Die gemeinsame Währung wird die Integration der europäischen Märkte beschleunigen und dadurch die wirtschaftlichen Bedingungen in unserem Heimatmarkt verbessern. Dies sollte zu einer weiteren Stärkung unseres europäischen Geschäftes führen, das wir als solide Basis für die weitere Expansion in den Wachstumsmärkten Asien/Pazifik, den Amerikas und Osteuropa benötigen.

Ab dem 1. Januar 1999 werden wir in der Lage sein, mit unseren Geschäftspartnern Transaktionen in Euro abzuwickeln. Am 1. Oktober 1999, mit dem Beginn des ersten Geschäftsjahres nach Einführung des Euro, stellt der Konzern auf die neue Währung um. Ab diesem Zeitpunkt handelt das gesamte Unternehmen in Euro, der Euro ist die Konzern-

währung; vorher bereits werden wir in dieser Währung denken, denn schließlich werden unsere Budgets schon im Sommer des nächsten Jahres in Euro erstellt werden.

Schon aus dem Thema meines Vortrages geht hervor, daß die EWWU für Industrieunternehmen weit mehr impliziert als nur die Kontensalden im Rechnungswesen umzustellen oder die DV-Systeme anzupassen. Mein Ziel ist es, Ihnen die Mehrschichtigkeit der Euroeinführung aus der Unternehmenssicht zu erläutern.

2. Konsequenzen und Handlungsfelder

Zum einen ist das Verhältnis zu allen an einem Unternehmen interessierten Gruppen – den Stakeholdern – betroffen. Siemens hat seine positive Haltung zum Euro und seine Umstellungsüberlegungen gegenüber Kunden und Lieferanten frühzeitig (September 1997 und Juni 1998) kommuniziert.

Die Einführung des Euro hat darüber hinaus maßgeblichen Einfluß auf die Märkte, den Wettbewerb und die Ressourcenstruktur. Diese Faktoren beeinflussen die Geschäfts- und Regionalstrategie von Unternehmen.

Weiterhin sind alle Funktionsbereiche eines Unternehmens betroffen. Hier sind nicht nur grundsätzliche Überlegungen zur Reorganisation von Geschäftsprozessen und Workflows sinnvoll, sondern es sind gleichzeitig wesentliche Anstrengungen zur Bewältigung der technischen Umstellung durch diese Funktionen zu unternehmen. Die Interdependenz zwischen den betroffenen Bereichen erfordern eine Vielzahl von detaillierten Umstellungsüberlegungen und -maßnahmen. Wenn man dann noch an die parallelen Entwicklungen beim Electronic Commerce via Internet denkt – abgesehen von der Y2K-Problematik – kann man sehr schnell den Umfang der vor uns liegenden Aufgabe abschätzen.

Siemens hat daher die Einführung des Euro in drei Handlungsfelder gegliedert:

- Fragestellungen strategischer Natur – insbesondere Auswirkungen auf unsere business units – sowie finanzstrategische Aspekte,
- Fragestellungen der technischen Umstellung und die
- Organisation des gesamten Umstellungsprozesses im Konzern, d. h. die Schaffung einer konzernweiten Projektmanagementstruktur, die

eine erfolgreiche Umsetzung in einem internationalen und diversifizierten Konzern sicherstellt.

Obwohl wir uns seit Januar 1995 der Euroeinführung mit wachsender Intensität gewidmet haben, so wurden doch unsere Planungen für die technische Umstellung dadurch erschwert, daß wesentliche Entscheidungen zu den Rahmenbedingungen national wie EU-weit erst vor wenigen Monaten bzw. wenigen Tagen (Euro-Einführungsgesetz) fixiert wurden. Trotzdem stehen aber Entscheidungen z. B. hinsichtlich der Akzeptanz von Steuererklärungen knapp 7 Monate vor Beginn der EWU immer noch aus und sollen nun im Juni herbeigeführt werden.

Um die Dimension der strategischen Auswirkungen erfassen zu können, möchte ich im folgenden das Umfeld – also den Markt und Wettbewerb – in dem wir unsere Geschäfte betreiben, mit den relevanten Charakteristika skizzieren.

3. Das Geschäftsumfeld von Siemens

Erstens: Das Haus Siemens ist auf das Gebiet der Elektrotechnik und Elektronik fokussiert. Auf diesem Gebiet ist Siemens als Universalist tätig. Das Geschäft unserer 16 Bereiche deckt rund 75 % des elektrotechnischen und elektronischen Marktes ab. Die strategische Steuerung dieses Geschäftes erfolgt über rund 100 markt- und wettbewerbsorientierte Geschäftsgebiete, die sich wiederum in rund 250 business units – in unserem internen Sprachgebrauch: Geschäftsfelder – aufteilen.

Zweitens: Unser Geschäft wird immer stärker wissensbasiert. Als Systemintegrator und Lösungsanbieter stehen neben unterschiedlichsten Produktvarianten, die vom Kraftwerksbau über die Halbleitertechnologie bis zur Lichttechnik reichen, Dienstleistungen verstärkt im Vordergrund. Schon heute bestreiten wir mehr als 50 Prozent unserer Wertschöpfung mit Software und Engineering. In immer mehr Fällen ersetzen intelligente Software-Lösungen früher notwendige Hardware.

Drittens: Der Weltelektromarkt ist unser playing field. Er ist vor allem wegen des hohen Infrastrukturbedarfs ein Wachstumsmarkt. Bis 2002 wird sein Volumen auf 5,8 Bill. DM steigen. Die größten Wachstumsraten finden sich – wenn auch neuerdings etwas gebremst – weiterhin im Raum Asien/Pazifik. Die Wachstumsraten für den Zeitraum 1997 - 2002 werden bei ca. 8 - 9 % p.a. liegen. Nach 2000 wird sich hier ca. 40 % des Marktgeschehens abspielen. Der europäische Markt wächst immer noch

mit ca. 6%; gleiches gilt für den deutschen Markt. Etwas darüber liegt Nordamerika mit ca. 7%.

Viertens: Siemens baut seine globale Präsenz weiter aus. Zur Jahrtausendwende werden von unserem Gesamtgeschäft in der Größenordnung von 150 Milliarden DM – allerdings dann in Euro umgerechnet – jeweils etwa 25 Prozent auf Deutschland, die anderen Länder Europas und Amerika entfallen. In Asien/Pazifik dürften es dann annähernd 20 Prozent und in den übrigen Regionen gut 5 Prozent sein. Wir werden daher die Harmonisierung von Wertschöpfung und Umsatz auf dem Weltmarkt weiter vorantreiben.

Fünftens: Unser Europa-Geschäft und die damit verbundene Organisationsstruktur des Hauses Siemens ist in Zeiten mehr oder minder abgeschotteter Märkte, der Förderung von National Champions, der Forderungen nach hoher nationaler Wertschöpfung und ähnlicher Umfeldbedingungen entstanden, die heute im Zeitalter der Globalisierung und der WTO zurückgedrängt bzw. abgeschafft werden. Diese Entwicklung ist natürlich sehr zu begrüßen; nur: die Unternehmen, die früh ihr Geschäft internationalisiert haben, wie das Haus Siemens, müssen nun diese aus der Historie gerade in Europa entstandenen Strukturen diesem veränderten Umfeld anpassen. Dies wird nicht schmerzlos vonstatten gehen können; darüber müssen wir uns bewußt sein. Der Euro erhöht diesen Anpassungsdruck, ist aber nicht die Ursache.

Dennoch haben wir uns für den Heimatmarkt Europa viel vorgenommen, denn gerade wegen der dynamischen und – wie wir gerade in Asien sehen – auch manchmal instabilen Lage von Wachstumsmärkten, brauchen wir eine starke Position in unserem stabil, aber nicht ganz so dynamisch wachsenden Heimatmarkt. Dies kann nur erreicht werden, wenn man offensiv, d. h. u. a. schneller und konsequenter als der Wettbewerb, diese Umstellungsnotwendigkeiten angeht. Ich denke, wir sind hier auf einem guten Weg, obwohl ich zugebe, daß ich mir persönlich in Teilbereichen eine schnellere Gangart wünschen würde.

Nun komme ich zum eigentlichen Kern meiner Ausführungen. Es geht hierbei um die Frage, wie sich die Einführung des Euro durch ihre Konsequenzen für den Markt und den Wettbewerb auf unsere strategischen Geschäftsfelder auswirken wird. Um dies vorab zu sagen, ich bin davon überzeugt, daß uns tiefgreifende Veränderungen bevorstehen.

4. Dynamik von Markt und Wettbewerb

Der Euro beschleunigt die Dynamik der sich kontinuierlich ändernden Marktstrukturen. Heute noch existierende Marktbarrieren werden an Bedeutung verlieren; technologische Innovationen werden schneller und weiter verbreitet als bisher bekannt. Die Verhaltensweisen von Kunden, Lieferanten sowie Konkurrenten innerhalb des gesamten Geschäftssystems werden sich – auch, aber nicht nur als Folge der Euroeinführung – verändern. Stichworte nochmals: Internet und E-Commerce.

Der Euro ist somit eine Diskontinuität, die den laufenden Strukturwandel beschleunigt – es kommt definitiv zu Veränderungen in Markt und Wettbewerb.

4.1 Integration der Märkte

Der Euro führt mit Wegfall der Währungsgrenzen zu einer stärkeren Integration und gegenseitigen Durchdringung der Märkte. Während in den konsumnahen Bereichen dieser Vorgang grundsätzlich schon weiter fortgeschritten ist, bestehen in den industriellen Märkten teilweise – Tendenz aber abnehmend – noch geschützte Marktsegmente.

Europäische Unternehmen kommen durch die Integration des europäischen Marktes in den Genuß eines leichter zugänglichen, größeren Heimatmarktes mit einträglichen economies of scale. Die neue Situation läßt sich beispielhaft am Weltelektromarkt verdeutlichen. Die USA werden nach unserer Einschätzung im kommenden Jahr ein Marktvolumen von knapp 1.600 Milliarden DM aufweisen. Mit weitem Abstand folgt Japan mit einem Volumen von knapp 900 Milliarden DM. Während Deutschland allein nicht einmal ein Drittel des japanischen Volumens erreicht, wird die Euro-Zone mit einem Marktvolumen von 670 Milliarden DM ein deutliches Gegengewicht schaffen.

US-amerikanische und japanische Konkurrenten konnten in der Vergangenheit wichtige Wettbewerbsvorteile durch einen großen domestic market erzielen. General Electric generiert bspw. rund 60% seines Umsatzes im Heimatmarkt USA und MELCO, Mitsubishi Electronic Corp. aus Japan rund 76%. Siemens erzielt derzeit mehr als die Hälfte seines Umsatzes in der Euro-Zone der elf Teilnehmerländer.

Die abnehmende Bedeutung von Ländergrenzen führt dazu, daß eher aus der Historie heraus geprägte nationale Konzepte im Sinne überre-

gionaler Strategien adaptiert werden müssen. Die EWWU verstärkt daher den Zwang die Konfiguration der Wertschöpfungskette in den einzelnen Geschäften hin auf *einen* Binnenmarkt – im Gegensatz zur Summe von Einzelmärkten – zu verändern.

Die heute bestehende Wertschöpfungsstruktur ist – wie schon erwähnt – historisch gewachsen und nicht auf einen single market ausgerichtet. Die Integration der Märkte bietet Potential, unsere geschäftlichen Prozesse und Strukturen so auszurichten, daß eine verbesserte Kostenposition erreicht und globale Wettbewerbsvorteile realisiert werden können.

Die Ansiedlung von Wertschöpfungsstufen kann nunmehr so festgelegt werden, daß Leistungen für integrierte Geschäftsregionen über Ländergrenzen hinweg genutzt werden können. Ländergrenzen sollten keine Hindernisse mehr darstellen. Anstatt wie bisher mehrere dezentrale Aktivitäten in allen einzelnen Ländern Europas zu unterhalten, können Wertschöpfungsstufen für den gesamten Wirtschaftsraum genutzt werden. Diese Überlegungen müssen jedoch auch im Kontext der strukturell veränderten Wertkette mit steigendem Dienstleistungsanteil gesehen werden. Eine nach Wertschöpfungsstufen differenzierte Vorgehensweise ist opportun.

Scale-sensible Aktivitäten, wie Fertigungen, müssen stärker konzentriert werden, zumal local-content Anforderungen seitens der EU ohnehin – zumindest offiziell – nicht mehr existieren. Dagegen werden kundennahe und zeitkritische Komponenten im Dienstleistungs-, Engineering- und Servicebereich mit Sicherheit die regionale Wertschöpfung erweitern.

Andererseits können Support Funktionen innerhalb der Wertkette künftig konzentriert werden. Die Installation technisch hochwertiger Anlagen und Systeme sowie technischer Support für den Vertrieb als auch die Projektierung von Anlagen können gebündelt werden. Für Logistiksysteme und Prozeßorganisationen sowie interne Dienstleistungen beispielsweise aus dem Rechnungswesen oder dem Personalwesen werden Shared Service Lösungen verstärkt auftreten.

Wesentliches Entscheidungskriterium sind die wachsenden Kundenanforderungen im Dienstleistungs- und Systemgeschäft. Wir müssen einerseits unseren Kunden lokal begegnen und mit ihnen zusammenarbeiten, aber unsere Leistungen auf Weltmarktniveau zu ihrem Vorteil anbieten können.

In einigen grenznahen Regionen kommt es bereits heute schon zu länderübergreifenden Verantwortungen. Die Chance, regionale Kosteneffizienzen zu realisieren, sind nunmehr verstärkt über die gemeinsame Nutzung von Ressourcen zur besseren Abdeckung der Fixkosten gegeben. So hat Siemens beispielsweise ein Rechenzentrum für den skandinavischen Raum und einen gemeinsamen Bauelementevertrieb für Belgien sowie die Niederlande. Diese Tendenz wird und muß zunehmen und sich beschleunigen.

Lassen Sie mich nun zu einem weiteren Bereich kommen, der sich als direkte Konsequenz aus der Euro-Einführung aber auch der zunehmenden Integration der Märkte ergibt – die Notwendigkeit für ein europaweites Preismanagement.

4.2 Preismanagement

Seit etwa fünf Jahren gleichen sich die Preise in Europa im Zuge der Marktentwicklungen an. Dieser preisbezogene Konvergenzprozeß wird sich durch die Einführung des Euro deutlich beschleunigen und kurzfristig in einigen Geschäftsgebieten schmerzliche Anpassungen erforderlich machen. Der Handlungsdruck für Unternehmen nimmt zu.

Es ist zu erwarten, daß sich das Verhalten von Kunden und Konsumenten insgesamt verändern wird. Die unmittelbaren Auslöser liegen auf der Hand:

- Die gestiegene Preistransparenz und
- der erleichterte, mit weniger Transaktionskosten verbundene, grenzüberschreitende Geschäftsverkehr.
- das Internet und die sich daraus ergebenden neuen Wege der Geschäftsabwicklung durch Electronic Commerce

Im Ergebnis wird der Wettbewerb sich verschärfen und Preisunterschiede weiter und schneller reduzieren.

Mit einer gemeinsamen Währung wird es Unternehmen erschwert – aber nicht unmöglich – regionale, d. h. länderspezifische Preisdifferenzierungsstrategien in einem single market aufrechtzuerhalten.

Unternehmen werden dementsprechend ihr Preismanagement in Europa modernisieren müssen und an die veränderten Markt- und Wettbewerbsverhältnisse anzupassen haben. Der Handlungsdruck resultiert weder isoliert aus der erhöhten Vergleichbarkeit aufgrund der gestiegenen

Transparenz noch allein aus dem Einsatz technischer Infrastrukturen in der professionalisierten Beschaffung. Vielmehr erreicht das veränderte Verhalten der Marktteilnehmer die kritische Masse.

Gegenstand des Preismanagements ist die europäische Preisgestaltung inklusive der gesamten Konditionenpolitik, wie Rabattsysteme und Zahlungsziele. Insbesondere der Koordinationsmechanismus muß sich an einem single market ausrichten und im Kontext des gesamten Vertriebs- und Preisbildungsprozesses gesehen werden. Pan-europäische Konzepte und regionenbezogene Preisdifferenzierungen sind nur die beiden Extrempole der zu bearbeitenden Handlungsfelder.

Bei Siemens betreffen diese Veränderungen insbesondere das Preismanagement des Produktgeschäftes, aber z.T. auch Geschäftsfelder des System- und Dienstleistungsgeschäfts. Anlagengeschäfte und globale Produkt- und Projektgeschäfte sind weniger betroffen.

In der Währungsunion wird es regionale Preisunterschiede aufgrund von Transportkosten, lokalen Kostendifferenzen und örtlich unterschiedlichen Wettbewerbssituationen auch weiterhin geben. Dies zeigt auch das Beispiel USA, wo zum Teil merkbliche Preisunterschiede bei Konsum- und Industrieprodukten zwischen Ost- und Westküste bestehen. Solche Preisunterschiede sind aber in ein überarbeitetes europäisches Preismanagementkonzept zu integrieren.

In der Vergangenheit wurde im Gegensatz zum US-Markt der Wettbewerb in Europa häufig durch intra-europäische Wechselkursschwankungen verzerrt. Diese market imperfections fallen mit der Einführung des Euro weg.

4.3 Wegfall von market imperfections

Die rechnerischen Umsatzeinbußen von Siemens im GJ 94/95 infolge der damaligen D-Mark Aufwertung gegenüber anderen EU-Währungen beliefen sich auf ca. 600 Mio. DM. Weiterhin ist in der Vergangenheit der Wettbewerb in Europa häufig durch Wechselkursschwankungen verzerrt worden, die durch Ereignisse ausgelöst wurden, deren Ursachen außerhalb Europas lagen und nicht auf fundamentalen Ungleichgewichten zwischen europäischen Staaten beruhten.

Die Einführung der gemeinsamen Währung wird diese währungsbedingten Wettbewerbsverzerrungen beseitigen. Daher wird die Anpassung von Preis- und Kostenungleichgewichten in der EWWU zukünftig

ausschließlich auf den Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten stattfinden.

Der Erfolg von Unternehmen in Europa hängt nicht mehr wesentlich von Wechselkursen ab, sondern verstärkt von deren performance im Markt. Die kritischen Erfolgsfaktoren – wettbewerbsfähige Preise sowie ausgezeichnete Qualität der Produkte und Dienstleistungen rücken noch stärker in den Mittelpunkt. Kosten und Preise von Produkten und Dienstleistungen unterschiedlicher Unternehmen können länderübergreifend direkt miteinander verglichen werden. Die Anforderungen an Produktivität und Volumen steigen.

Das breitere, transparente Angebot läßt die Kunden- und Lieferantenbeziehung lockerer werden. Isolierte nationale Champions verlieren an Bedeutung. Die Attraktivität des großen EU-Marktes steigt auch für außereuropäische Wettbewerber. Unternehmen werden weitmehr als bisher gezwungen sein, sich über Leistungsmerkmale und eine überlegene Kostenposition zu differenzieren.

Die Eliminierung der Währungsrisiken zwischen den Teilnehmerstaaten bedeutet auch eine verlässlichere Basis für die langfristige Planung von Investitionen und die Beurteilung der Attraktivität von Standorten. Die Konkurrenz unter den Regionen der EWWU wird härter. Der Wettbewerb wird insgesamt in den realwirtschaftlichen Sektor verlagert.

Dabei sind gerade für stark diversifizierte Unternehmen aus der Einführung des Euro gegensätzliche Konsequenzen für die einzelnen strategische Geschäftsfelder zu erwarten. Die unterschiedlichen Stadien der Globalisierung, Liberalisierung und Deregulierung der Märkte unserer Geschäftsfelder erhöhen die Komplexität des Themas erheblich.

Bisher habe ich meine Ausführungen im wesentlichen auf die Veränderungen im Markt und Wettbewerb von Produkten und Dienstleistungen bezogen. Natürlich ergeben sich (bzw. haben sich bereits ergeben) aus der Einführung des Euro erhebliche strukturelle Veränderungen für die Geld- und Kapitalmärkte, die auch die Finanzwirtschaft in und von Unternehmen tangieren werden.

4.4 Strukturelle Änderung der Geld- und Kapitalmärkte

Die Schaffung der EWWU wirft auch die Frage nach der zukünftigen Stellung des Euro im internationalen Finanz- und Währungssystem auf. Die wirtschaftlichen Daten sprechen für ein stärkeres Gewicht. Das zu-

sammengefaßte BIP der EU-Staaten übersteigt das GDP der USA; 38 % des BIP der OECD entfallen auf EU-Staaten im Vergleich zu 33 % der USA. Der Anteil der EU am Welthandel beträgt 21 % gegenüber 20 % der USA. Der Euro wird als Handels-, Anlage- und Reservewährung an Bedeutung gewinnen und ein ernstzunehmender Konkurrent zum US-\$ sein.

Eine Umschichtung der Portefeuilles privater Anleger und der Zentralbankreserven in Höhe von 500 Milliarden bis zu einer Billion Dollar ist zu erwarten. Eine resolute Europäische Zentralbank und die Stellung im Weltwährungsgefüge werden u.E. für einen starken Euro sorgen.

Mit der Einführung des Euro kommt es zur Ausweitung der europäischen Geld- und Kapitalmärkte. Dies führt zu stark diversifizierten Finanzmärkten in einer Währung; leider jedoch nicht unbedingt zu liquideren Finanzmärkten, da es bis auf weiteres z. B. kein Äquivalent zur US-Treasury geben wird.

Das finanzielle Umfeld für Industrieunternehmen sowohl als Emittent als auch als Anleger verändert sich. Unternehmen werden über bessere Bedingungen für die Deckung des Finanzbedarfs und die Anlage liquider Mittel verfügen als in den gegenwärtigen, stark fragmentierten nationalen Märkten. Tägliches, effizientes, pan-europäisches Cash Management wird zum Tagesgeschäft der Corporate Treasurer und damit u. a. nationale Cash Pools ablösen. Die Einführung des Euro verändert die strukturellen Bedingungen der europäischen Renten- und Aktienmärkte sowie Termin- und Optionsbörsen.

Die Rentenmärkte sind heute durch unzureichendes Marktvolumen und unzureichende Markttiefe sowie starke Zersplitterung gekennzeichnet. In den meisten EU-Staaten dominieren öffentliche Anleihen. Die Zusammenfassung der durch verschiedene Währungen getrennten Märkte in einem großen Euro-Rentenmarkt schafft den zweitgrößten Bond-Markt der Welt mit einer Größe von rund 3/4 des US-Marktes. Gleichzeitig wird sich die Struktur des Marktes in Breite und Tiefe ändern.

Die EWWU wird einen der größten Aktienmärkte der Welt schaffen. Hier wird es künftig zu Konzentrationsprozessen kommen. Der Aktienmarkt des Kontinents ist heute auf 32, zum Teil wenig liquide Börsen verteilt, im Gegensatz zu den USA, wo ein fast fünfmal so großes Volumen auf nur acht Börsen verteilt ist.

Der Wegfall der Wechselkursrisiken wird die Europäisierung der Portefeuilles beschleunigen, denn private und institutionelle Anleger können ohne intra-europäische Zins- und Währungsexposure stärker in europäische Papiere investieren. Regional orientierte Anlagestrategien werden mehr und mehr durch eine branchenorientierte Vermögensallokation ersetzt. Investor Relations-Aktivitäten von Unternehmen sind entsprechend anzupassen.

Dies spiegelt sich auch im Aktienresearch wider. Neue pan-europäische Benchmarks werden entstehen. STOXX, der Equity Index von Dow Jones oder der EMU Bond Index von J. P. Morgan sind die ersten Beispiele.

Aus den bisherigen Ausführungen wurde deutlich, daß die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und Standorten mit der Euroeinführung auf dem Prüfstand steht. Die Unternehmen sind vorrangig gefordert, ihre Wettbewerbsfähigkeit im dynamischen Umfeld zu sichern. Staat und Politik dagegen sind aufgerufen, die Standortattraktivität weiter zu verbessern, damit die Vision eines einheitlichen europäischen Marktes möglich wird.

5. Vision eines einheitlichen europäischen Marktes

Der steigende Wettbewerbsdruck zwingt Europa zu einer Abkehr von nationalen Alleingängen und zur wirtschaftlichen und politischen Einigung und größerer Zukunftsorientierung.

Die Einführung des Euro ist dabei nur ein wesentlicher Schritt auf dem Weg zu einem einheitlichen Markt. Dieser Schritt zwingt die beteiligten Staaten jedoch, die Maßnahmen schnellstmöglich einzuleiten, die ein „level playing field“ in Europa gewährleisten. Hierfür müssen Fragen z. B. zur Vereinheitlichung der Rechnungslegung, des Gesellschaftsrechts und des Corporate Governance, die eine Integration der Finanzmärkte noch behindern, gelöst werden.

Andererseits sind die im wesentlichen national geprägten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen auf dem Prüfstand. Gerade durch die Aufgabe wichtiger wirtschaftspolitischer Mittel (Geldpolitik) ist die Koordination und einheitliche Ausrichtung der verbleibenden wirtschaftspolitischen Aktionsparameter Grundvoraussetzung für einen integrierenden funktionierenden europäischen Markt.

Ich denke hierbei im wesentlichen an die folgenden Themen:

Erstens: Finanz- und Steuerpolitik

Die Finanz- und Steuerpolitik in den EWU-Staaten bedarf ebenfalls einer Konvergenz, um den wirtschaftlichen Gleichlauf der beteiligten Volkswirtschaften zu gewährleisten. Insbesondere die heute noch unterschiedlichen Konjunkturzyklen in den einzelnen Staaten der EWWU, z. B. die Randstaaten wie Spanien oder Irland mit ihren noch relativ hohen (kurzfristigen) Zinsen im Gegensatz zu Deutschland oder Frankreich, werden durch die für sie niedrigen Zinsen eine weitere Konjunkturbelebung erhalten, die nur über eine weitere Koordinierung der Finanzpolitik eingefangen werden kann.

Ein insbesondere auch in Deutschland relevantes Thema ist die Steuerpolitik. Hier konnte die Gesetzgebung in Deutschland nicht dem Tempo anderer Staaten folgen. Die Absenkung der Steuersätze verbunden mit der Verbreiterung der Bemessungsgrundlage durch den Wegfall nicht zielführender Subventionen ist m.E. das wichtigste standortpolitische Mittel. Beispielsweise ist Deutschland aufgrund der Gewerbevertragssteuer, die die Refinanzierung um ca. 30 bpts verteuert, nach wie vor kein attraktiver Standort für eine Europa-Treasury von Großunternehmen. Regionale Steuerbelastungsvergleiche zeigen, daß deutsche Unternehmen auch nach den Steuersenkungen, die zum 1. 1. 1998 in Kraft getreten sind, Nachteile haben. Dies kann insbesondere in grenznahen Gebieten erhebliche Konsequenzen für mittelständische und kleine Unternehmen haben. Die Vereinfachung des deutschen Steuerrechts sowie die paneuropäische Vereinheitlichung der Steuersysteme muß daher auf die Tagesordnung.

Zweitens: Arbeitsmarktpolitik

Die Schaffung flexibler Strukturen auf dem Arbeitsmarkt ist der zweite kritische Erfolgsfaktor für die Realisierung einer Vision des einheitlichen europäischen Marktes.

Es geht dabei zum einen um die Flexibilität von Löhnen und Gehältern, die entsprechend der strukturellen Situation von Branchen leicht adjustierbar werden müssen. Die nachlassende Attraktivität einer strukturschwachen Branche wird so offensichtlich und treibt die reinigende Kraft des Marktes. Die erreichten Produktivitätsfortschritte in Relation zum Preisverfall ist die relevante Meßlatte zukünftiger Lohnpolitik. Hier ist natürlich auch die Flexibilität der Gewerkschaften bzw. allgemeiner der Arbeitnehmervertreter gefordert. Das Stichwort Lohnnebenkosten muß in diesem Zusammenhang natürlich auch fallen.

Zum anderen geht es um die räumliche Flexibilität von Arbeit. Die USA können dabei als Benchmark dienen. Hier ist eine weitere Deregulierung notwendig. Ich verkenne jedoch nicht, daß einer wünschenswerten höheren Mobilität von Arbeitnehmern u. a. kulturelle oder sprachliche Probleme entgegenstehen.

Drittens: Transferpolitik

Divergenzen in der ökonomischen Wettbewerbsfähigkeit von Regionen können über den Einsatz öffentlicher Transfers ausgeglichen werden. Diese Systeme, wie z. B. die Steuerumverteilung mittels Subventionen oder der Länderfinanzausgleich, sind heutzutage im wesentlichen national orientiert. Ich halte diese national orientierten Mechanismen für vertretbar, warne aber davor, hier EWU-zentrale und länderübergreifende Maßnahmen in Angriff zu nehmen – in welcher Form auch immer verpackt. Einerseits ist die Notwendigkeit und Effizienz solcher Transfers auf dezentraler Ebene besser beurteil- und steuerbar, andererseits wecken solche Umverteilungsmechanismen schon auf nationaler Ebene keine große Begeisterung – Stichwort Solidaritätszuschlag. Über nationale Grenzen hinweg ist eine Akzeptanz mittelfristig aber illusionär. Man sollte daher gar nicht erst daran denken; trotzdem wird es nach meiner persönlichen Einschätzung sicherlich bald nach dem 1. 1. 1999 Rufe nach Konjunkturförderprogrammen zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit geben.

Viertens: Deregulierung

Ein letzter mir wichtig erscheinender Punkt, der auch zwischen den einzelnen Staaten der EWU erheblich differiert, ist der Grad der Regulierung und Normung, auch der subtilen Art. Regulierung und Normung haben ihren Sinn, wo damit bestimmte Ziele erreicht werden sollen und Mißbrauch verhindert wird (z. B. Qualitätssicherung oder technische Normung). Bei der extensiven Nutzung von Regulierungen und Normen sollte jedoch stets beachtet werden, daß jede Art von Reglementierung den freien Markt und Wettbewerb behindert. Dies ist nicht, was wir uns unter einem single market vorstellen; d. h. solche Unterschiede müssen eliminiert werden.

Erlauben Sie mir noch eine mehr persönliche Anmerkung: die Einführung des Euros kann dazu führen, daß durch den Zwang zur Konvergenz der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen einer nationalstaatlichen Politik der gestalterische Boden entzogen wird. Die Politik wird daher mit

aller Macht versuchen, sich gegen diese Zwangsläufigkeiten zu wehren. Dies kann nicht gut gehen; ich denke in diesem Zusammenhang häufig an den Zauberlehrling; nur der eine oder andere Meister wird dann nicht mehr helfend eingreifen können. Ich bitte dies aber nicht als Wahlprognose mißzuverstehen.

6. Schlußbemerkung

In einer Währungsunion gelten neue Spielregeln. Schenkt man führenden Politikern Glauben, so zielt die EWWU über die Vollendung des Binnenmarktes hinaus auf eine durchgreifende Gesundung und Modernisierung der europäischen Volkswirtschaften (Wolfgang Schäuble, Michael Glos, Rudolf Seiters, Karl Lamers, 17. September, Frankfurter Allgemeine Zeitung).

Aus meinen Ausführungen zu Markt und Wettbewerb aus Sicht des Hauses Siemens wurde deutlich, daß wir bereits vor dem Eintritt in die EWWU Anstrengungen unternehmen müssen, um den faireren aber auch härter werdenden Bedingungen gewachsen zu sein. Welche Position europäische Unternehmen zukünftig im Weltmaßstab einnehmen werden sowie das Gelingen der Wirtschafts- und Währungsunion hängen nicht zuletzt von den Rahmenbedingungen in Europa ab. Auch die Staaten der EWWU müssen genauso wie die Unternehmen „Fitnessprogramme“ zur und wegen der Einführung des Euro durchlaufen. Eine Art „Handbuch“ dazu gibt es: es erschien im Jahre 1990; der Autor heißt Michael Porter und der Titel des Buches lautet: „The Competitive Advantage of Nations“. Dieser marktorientierte Ansatz ist meine bevorzugte Vision von einem integrierten Europa.

Abstract

Implications Within Markets and Competition From the Point of View of an Industrial Corporation

By Heinz-Joachim Neubürger

EMU marks an important cornerstone in the development of a single European market. It will profoundly change the economic environment and the established way companies are conducting business. The author describes the strategic implications for Siemens, respectively the consequences of a vast domestic market, the need for price management, the implications resulting out of the elimination of market imperfections and structural changes within financial markets. Finally

the success of a single European market requires further adjustments within the economic and legal environment. Companies need a level playing field, especially with regard to taxation, labor policies, financial transfers and deregulation.

JEL Classification: F 2

Siemens AG, Vorstand, Wittelsbacherplatz 2, D-80333 München, Germany

Forum III

Konsequenzen für Wachstum und Strukturwandel

Institutionen, Wettbewerb und Strukturwandel in der EWWU

Implikationen für die Integrationsgewinne

Von Vera Dietrich, Halle

1. Einleitung

Die auf die neoklassische Theorie rekurrierende Begründung der europäischen Integration basiert auf der Annahme, daß durch Wettbewerbseffekte strukturelle Wandlungsprozesse ausgelöst werden, die letztlich gesamtwirtschaftliche Integrationsgewinne für den gesamten Wirtschaftsraum generieren. Freihandel, eine erhöhte Faktormobilität und verringerte Transaktionskosten sollen zu einer Verbesserung der räumlichen Faktorallokation führen, indem die Produktionsfaktoren in diejenigen Verwendungen gelenkt werden, in denen sie die höchsten Grenzerträge erwirtschaften. Mit der Einführung einer gemeinsamen Währung im Rahmen der EWWU soll eine weitere Senkung der Transaktionskosten herbeigeführt werden.

Abstrahiert wird im neoklassischen Modell jedoch vom Einfluß institutioneller Faktoren, bzw. es wird von einem optimalen institutionellen Rahmen ausgegangen, der eine pareto-effiziente Allokation ermöglicht. In der Realität üben Institutionen dagegen einen wesentlichen Einfluß auf realwirtschaftliche Anpassungsprozesse aus und stehen diesen z.T. auch entgegen. Sie beeinflussen zum einen den Wettbewerb und die Effizienz der Ressourcenallokation. Gleichzeitig sind institutionelle Systeme selbst, in Abhängigkeit von ihrer Ausgestaltung, mit Kosten verbunden. Damit wirken sie sich auf die von der Integration zu erwartenden Wohlfahrtsgewinne aus. Die empirische Relevanz des Themas liegt in der Tatsache begründet, daß die Europäische Union – sowohl horizontal als auch vertikal – durch ein überaus dichtes institutionelles Geflecht gekennzeichnet ist. Ungeklärt ist bislang, welche Schlußfolgerungen sich daraus für die Wohlfahrtsgewinne ableiten lassen.

Gegenstand des Beitrages ist daher die Frage, wie sich die im EU-Integrationsraum bestehende Matrix rechtlicher Institutionen auf die Wohl-

fahrtsgewinne auswirken. Jüngere Arbeiten, die den Zusammenhang zwischen Institutionen und den Wohlfahrtseffekten der europäischen Integration thematisieren, beschäftigen sich vor allem mit der Frage, ob eine Harmonisierung von Institutionen oder institutioneller Wettbewerb unter Wohlfahrtsaspekten vorzuziehen ist. Methodisch liegt ein Problem der meisten Untersuchungen jedoch darin, daß sich diese innerhalb eines rein neoklassischen Argumentationsrahmens bewegen, der aufgrund der Annahmen vollständiger Information, vollkommener Voraussicht und kostenloser Anpassungsprozesse die Existenz von Institutionen letztlich überflüssig macht. Gleichzeitig hängen die getroffenen Aussagen über die Wohlfahrtseffekte in hohem Maße von diesen Annahmen ab. Im Rahmen eines informationsökonomisch orientierten Ansatzes soll daher hier ein anderes Vorgehen gewählt werden, indem mit Hilfe der Transaktionskostentheorie durch die Berücksichtigung unvollkommener Information und Risiko schrittweise von diesen restriktiven Annahmen abgegangen wird. Dabei wird zunächst von gegebenen Präferenzen ausgegangen.

Auf der Grundlage einer wohlfahrtstheoretischen Analyse werden zunächst Kriterien zur Beurteilung der Effizienz von Institutionen abgeleitet (Abschnitt 2). Sodann wird die institutionelle Matrix im EU-Integrationsraum dargestellt und untersucht, welche Auswirkungen sich auf die realwirtschaftlichen Anpassungsprozesse und die zu erwartenden Wohlfahrtsgewinne ergeben (Abschnitt 3). Abschnitt 4 widmet sich der Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen institutioneller Wettbewerb effiziente institutionelle Lösungen hervorbringen kann. Zur Beurteilung der Effizienz werden die zuvor abgeleiteten Kriterien herangezogen.

In einer kurzen Einführung wird zunächst auf die Begriffe und die wesentlichen Zusammenhänge zwischen Institutionen und Transaktionskosten eingegangen, da sich in der Literatur noch keine einheitliche Terminologie entwickelt hat.

2. Die Berücksichtigung von Institutionen im neoklassischen Modell

2.1 Institutionen als Mechanismen zur Senkung von Transaktionskosten

Im folgenden sollen mit Institutionen Regelwerke bezeichnet werden, die verbindliche Verhaltensvorschriften für die Beziehungen zwischen Individuen liefern. Diese Institutionen beeinflussen wiederum die mit

wirtschaftlichen Aktivitäten verbundenen Transaktionskosten, also die Kosten, die mit dem Tausch von Verfügungsrechten an Gütern und Produktionsfaktoren verbunden sind.¹

Transaktionskosten resultieren aus der Komplexität wirtschaftlichen Handelns in arbeitsteiligen Gesellschaften. In Abwesenheit von Regeln – und eines walrasianischen Auktionators – müssten Individuen für jeden einzelnen Tauschakt Angebote von einer großen Anzahl potentieller Tauschpartner einholen, die Vertragskonditionen aushandeln, die gesammelten Informationen auswerten, eine Entscheidung treffen sowie die Durchführung der Transaktion veranlassen und überwachen. Die damit verbundenen Transaktionskosten würden die Vorteile der Spezialisierung aufzehren und letztlich die Arbeitsteilung zum Erliegen bringen. Institutionen geben daher mit Sanktionen bewehrte Handlungsanweisungen für bestimmte Situationen vor, die – da sie für die beteiligten Individuen verbindlich sind – die Anzahl der möglicherweise eintretenden Umweltzustände verringern und die Folgen ökonomischen Handelns für die Wirtschaftssubjekte antizipierbar machen. Dadurch werden die Informationskosten und das Risiko wirtschaftlicher Aktivitäten gesenkt.

Für die ökonomische Analyse sind vor allem jene Regeln von Bedeutung, die in Form von Rechtsnormen und Verträgen kodifiziert werden.² Dabei kann zwischen einer institutionellen Meta- und einer Marktebene unterschieden werden. Der institutionelle Rahmen für wirtschaftliches Handeln stellen Meta-Regeln wie die Staatsverfassung oder die Rechtsordnung dar, die im politischen Entscheidungsprozeß bestimmt werden (Choice of Rules). Diese Meta-Regeln wirken wiederum unmittelbar auf die Marktprozesse zurück, indem sie den Rahmen für ökonomisches Handeln auf einzelwirtschaftlicher Ebene vorgeben (Choice within rules). So wird der Handlungsspielraum und die Ergebnisse wirtschaftlicher Aktivitäten beispielsweise in hohem Maße durch die Wettbewerbsordnung, das Privat-, Handels- und Arbeitsrecht oder Regulierungen wie Produktstandards bestimmt. Hinzu treten auf der Marktebene insti-

¹ Coase faßt unter Transaktionskosten die Suchkosten sowie Verhandlungs- und Kontrollkosten, vgl. Coase, R. H. (1937), S. 390 f. North versteht sie als Informationskosten des Tausches von Verfügungsrechten, vgl. North, D. C. (1992), S. 32 f; Demsetz als Kosten des Austauschs von Eigentumsrechten, Demsetz, H. (1968), S. 35. Williamson interpretiert Transaktionskosten als die Kosten ökonomischer Verträge, vgl. Williamson (1990), S. 22 f.

² Tatsächlich werden ökonomische Aktivitäten und die wirtschaftliche Entwicklung von Volkswirtschaften auch in hohem Maße durch informelle Regeln (Konventionen, Traditionen, ethischen Normen etc.) beeinflusst. Diese werden hier vernachlässigt.

tutionelle Arrangements zwischen den Wirtschaftssubjekten als ein Netzwerk horizontaler und vertikaler Beziehungen, die dem Ziel dienen, Informationsprobleme zu bewältigen und Transaktionskosten abzubauen. Aus institutionenökonomischer Perspektive kann ein Markt also interpretiert werden als spezifische institutionelle Matrix hierarchisch angeordneter Rechtsregeln sowie der wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den auf diesem Markt agierenden Wirtschaftssubjekte.³ Unter einer institutionellen Matrix werden also im folgenden alle für die wirtschaftlichen Aktivitäten in einem Wirtschaftsraum relevanten Rechtsnormen verstanden.

Im neoklassischen Standardmodell finden Institutionen keine Berücksichtigung, bzw. es wird von einem optimalen institutionellen Rahmen ausgegangen, der eine pareto-effiziente Allokation ermöglicht.⁴ Diese Neutralität im Hinblick auf institutionelle Faktoren ist auf die Modellannahmen der allgemeinen Gleichgewichtstheorie (vollständige Information, vollkommene Voraussicht, rationales Verhalten, unendlich schnelle und friktionslose Anpassungsprozesse) zurückzuführen, die Institutionen als Grundlage menschlichen Handelns letztlich überflüssig machen. Neben der kostenlosen Verfügbarkeit von Informationen in Hinblick auf mögliche entscheidungsrelevante Umweltzustände, sind zum einen die kognitiven Fähigkeiten der Akteure entscheidend für die in diesem Modell ableitbaren Aussagen: Die Individuen sind nicht nur in der Lage, alle relevanten Informationen wahrzunehmen, sondern auch auf deren Grundlage eine rationale und damit nutzen- bzw. gewinnmaximierende Entscheidung im Rahmen ihrer ökonomischen Wahlhandlungen zu treffen. Weitere entscheidende Prämissen, die es ermöglichen von Institutionen zu abstrahieren, liegen in der unbeschränkten Mobilität von Produktionsfaktoren sowie unendlich schneller Anpassungsprozesse. Aufgrund dieser Annahmen kann jederzeit eine Reallokation der Faktoren erfolgen. Einmal getroffene Entscheidungen führen also nicht zu versunkenen Kosten, sondern können bei Veränderungen der Umweltbedingungen in der nächsten Periode revidiert werden. Damit abstrahiert das neoklassische Standardmodell von Informationsasymmet-

³ Vgl. Furobotn, E.; Richter, R. (1996), S. 310. Diese Definition erlaubt es, über die Dichotomie von Markt und Hierarchie, wie sie in dem transaktionstheoretischen Ansatz von Coase (1937) zugrundeliegt, hinauszugehen. Gegenstand dieses Beitrages sind jedoch nur die reinen Markttransaktionen; die Rolle unternehmensinterner Transaktionskosten und ihrer Auswirkungen auf institutionelle Arrangements, wie in der Folge insbesondere von Williamson analysiert wurden, werden damit nicht berücksichtigt.

⁴ Dies schließt die Existenz von Eigentumsrechten nicht mit ein.

rien und wirtschaftlichen Risiken. Die Transaktionskosten sind Null; wirtschaftliche Transaktionen im Sinne eines Austausches von Verfügungsrechten über Produktionsfaktoren und Güter erfordern keinen eigenen Einsatz von Ressourcen. Der einzige Mechanismus, der zur Koordinierung der individuellen Pläne notwendig ist, ist das Preissystem.

Tatsächlich sind menschliches Handeln und ökonomische Aktivitäten jedoch durch erhebliche Informationsdefizite und Unsicherheit (bzw. sogar Ungewißheit) bezüglich entscheidungsrelevanter Umweltzustände gekennzeichnet. Unsicherheit und die kognitiven Grenzen des Menschen liefern somit eine theoretische Begründung für die Bildung von Institutionen, die Vorgaben für individuelles Verhalten liefern und damit das Ziel haben, Unsicherheit zu reduzieren und Erwartungen zu stabilisieren. Mit Abgehen von den restriktiven Annahmen der allgemeinen Gleichgewichtstheorie werden Institutionen also zur endogenen Variablen.

2.2 Zum Zusammenhang zwischen Institutionen, Arbeitsteilung und gesamtwirtschaftlicher Effizienz

Aus wohlfahrtstheoretischer Perspektive erlaubt die Existenz von Transaktionskosten grundsätzlich effiziente Lösungen.⁵ Diese charakterisieren auf einzelwirtschaftlicher Ebene eine Situation, in denen der Nettonutzen der Transaktion nach Abzug der dafür aufzuwendenden Kosten positiv ist. Jedoch resultiert hieraus ein trade-off zwischen der Höhe der Transaktionskosten und dem Ausmaß der Arbeitsteilung, da mit steigenden Kosten eine potentielle Transaktion immer weniger lohnend wird. Die Existenz von Transaktionskosten führt daher gegenüber einer Situation ohne Transaktionskosten immer zu einem geringeren Wohlfahrtsniveau, da erstens ein Teil der Ressourcen für die Durchführung der Transaktion selbst eingesetzt werden muß und zweitens mögliche wohlfahrtssteigernde gains from trade nicht realisiert werden.

Gleichzeitig verlangt auf gesamtwirtschaftlicher Ebene die Bereitstellung und Betreibung von Institutionen den Einsatz von Ressourcen, die dadurch anderen Verwendungen entzogen sind. So erfordert die Funktionsfähigkeit eines Rechtssystems auch die Betreibung der entsprechenden Durchsetzungsorgane, wie Gerichte und Behörden. Neben den ein-

⁵ Zur Integration von Transaktionskosten in die allgemeine Gleichgewichtstheorie vgl. Foley, D. K. (1970), Kurz, M. (1974), Ulph, A. M.; Ulph, D. T. (1975). Für eine partialanalytische Ableitung vgl. Eggertson, Th. (1990), S. 107 f, Hirshliefer, J. (1984), S. 236 ff.; Löchel, H. (1995), S. 40 ff.

zelwirtschaftlichen Transaktionskosten der Akteure (TKA), die von den bestehenden institutionellen Rahmenbedingungen abhängen, sollen daher im folgenden die gesamtwirtschaftlichen Bereitstellungskosten von Institutionen als *gesamtwirtschaftliche Transaktionskosten* (TKG) berücksichtigt werden.

Institutionen und ihre Ausgestaltung haben demnach unmittelbare Auswirkungen auf den Güterhandel, die Effizienz der Faktorallokation und die Wohlfahrt, da durch sie die Höhe der Kosten wirtschaftlicher Transaktionen und der Arbeitsteilung determiniert werden. Die in einem Wirtschaftsraum erzielte Wohlfahrt hängt damit von der institutionellen Matrix ab. Bezeichnen TK die gesamten institutionellen Kosten als realen Ressourcenverbrauch, I die institutionelle Matrix in einem Integrationsraum, k die Anzahl der koexistierenden Rechtssysteme, TKA_i die einzelwirtschaftlichen Transaktionskosten der i Akteure, TKG die gesamtwirtschaftlichen Bereitstellungskosten und W die Wohlfahrt, so gilt zunächst:

$$(1) \quad TK = \sum TKA_i(I_k) + TKG(I_k) \quad \text{mit } i = 1 \dots n, k = 1 \dots m$$

$$(2) \quad W = W(I_k)$$

Die relevante Frage ist nun, wovon die Effizienz eines gegebenen institutionellen Rahmens abhängt und welcher Maßstab zur Bewertung herangezogen werden kann. Daher sind Kriterien zur Beurteilung der Effizienz erforderlich.

Ganz allgemein können zwei Wirkungskanäle unterschieden werden, über die Institutionen die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt beeinflussen: ihr Effekt auf den Umfang der Arbeitsteilung (Niveaueffekt) und ihre Auswirkungen auf die Effizienz der Ressourcenallokation (Struktureffekt). Institutionen in ihrer Eigenschaft als Tauschregeln bestimmen die Transaktionskosten und damit *erstens* den ökonomisch rentablen Umfang der Arbeitsteilung sowie die Realisierung von statischen und dynamischen Spezialisierungsvorteilen. Indem Institutionen die Kosten ökonomischer Transaktionen beeinflussen, ändern sich *zweitens* simultan auch die Opportunitätskosten alternativer Handlungen. Damit setzen institutionelle Arrangements Anreizstrukturen für wirtschaftliches Handeln, die die Verwendung und den Ertrag der Produktionsfaktoren beeinflussen. Beide Aspekte beeinflussen die Höhe des gesamtwirtschaftlichen Outputs.

Als effizient läßt sich damit ein institutioneller Rahmen definieren, der die Transaktionskosten minimiert und die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt maximiert. Es muß daher gelten:

$$(3) \quad W^* = \max_{I_k} W(I_k)$$

$$(4) \quad TK^* = \min_{I_k} \left(\sum_{i=1}^n TKA_i(I_k) + TKG(I_k) \right)$$

Proposition 1: Institutionen bestimmen über die Beeinflussung der Transaktionskosten die Kosten und Anreizstrukturen ökonomischen Handelns. Eine institutionelle Matrix ist umso effizienter, je niedriger die korrespondierenden Transaktionskosten auf einzel- und gesamtwirtschaftlicher Ebene sind und je höher die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt ist.

Die Maximierung der Wohlfahrt stellt dabei das hinreichende Kriterium dar, die Minimierung der Transaktionskosten ist die notwendige Bedingung bei $W^* = \bar{W} - TK^*(I_k)$. Aus methodischen Gründen kann als Bewertungsmaßstab zunächst nur der Kostenaspekt herangezogen werden. Dies ist auf die Tatsache zurückzuführen, daß der Vergleich der Effizienz unterschiedlicher institutioneller Regime eine Totalanalyse bzw. die Kenntnis des effizienten Referenzzustandes voraussetzte. Dieser Zustand ist jedoch weder bekannt, noch wird er durch das – vollständig von Institutionen abstrahierende – neoklassische Standardmodell abgebildet.⁶ Im Gegensatz dazu erlaubt das Transaktionskosten-Kriterium, im Rahmen einer komparativen Institutionenanalyse Aussagen über die Effizienz abzuleiten. Damit beschränkt sich die Analyse zunächst auf das notwendige Kriterium; das hinreichende Kriterium wird zu einem späteren Zeitpunkt wieder aufgegriffen.

2.3 Determinanten der Transaktionskosten: Externe Effekte und Unsicherheit

Die Forderung nach einer Minimierung der Transaktionskosten (notwendige Bedingung) wirft unmittelbar die Frage danach auf, von welchen Faktoren die institutionellen Kosten in einem Integrationsraum bestimmt werden.

⁶ Zum Problem des Vergleichs der Wohlfahrtseffekte von Institutionen vgl. De Alessi (1990).

Die *einzelwirtschaftlichen* Transaktionskosten werden – neben den üblichen mit einer Transaktion verbundenen Kosten – durch institutionelle Kosten verursacht, da die Akteure nicht nur Informationen über die für ihre wirtschaftlichen Aktivitäten maßgeblichen rechtlichen Bestimmungen einholen müssen, sondern auch die spezifischen Anforderungen, die sich daraus ergeben, erfüllen müssen. Die Transaktionskosten sind demnach umso geringer, je weniger Informationen beschafft werden müssen und je niedriger die Folgekosten sind, die mit der Erfüllung der Rechtsnormen verbunden sind. Dies ist der Fall, wenn im Integrationsraum eine homogene institutionelle Matrix, d. h. ein einziges Rechtssystem existiert ($k = 1$, Gleichung (5)). Die Transaktionskosten sinken zudem, je größer der Handlungsspielraum und die Anzahl alternativer Optionen ist, die sich mit einer gegebenen Informationsmenge eröffnen. Letzteres ist umso eher erfüllt, je mehr potentielle Transaktionspartner an einer gegebenen institutionellen Matrix partizipieren. Institutionen weisen damit Netzwerkeigenschaften bzw. externe Effekte auf⁷, die den einzelwirtschaftlichen Vorteil mit der Anzahl der Teilnehmer wachsen läßt.

$$(5) \quad TKA^* = TKA(I_1) = \min_{I_k} \sum_{i=1}^n TKA_i(I_k)$$

Auf *gesamtwirtschaftlicher* Ebene ist der Ressourcenaufwand, der in einem Integrationsraum für die Bereitstellung und Betreuung von Institutionen anfällt umso niedriger, je geringer die Anzahl der nebeneinander betriebenen institutionellen Systeme ist. Damit ist der gesamtwirtschaftliche Ressourcenverbrauch, den die Bereitstellung und Nutzung eines institutionellen Rahmens erfordert, ebenfalls umso niedriger, je homogener die institutionelle Matrix im Wirtschaftsraum ist.

$$(6) \quad TKG^* = TKG(I_1) = \min_{I_k} TKG(I_k)$$

Es zeigt sich also, daß die einzel- und gesamtwirtschaftlichen Kosten c.p. mit zunehmender Homogenität der Institutionen und zunehmender Anzahl der Nutzer eines institutionellen Systems sinken (Notwendige Bedingung).

Proposition 2: Eine institutionelle Matrix ist c.p. umso effizienter, je homogener die Matrix ist und je mehr Akteure an ihr partizipieren.

⁷ North, D. C. (1992), S. 5.

Eine weitere entscheidende Bestimmungsgröße der einzelwirtschaftlichen Transaktionskosten ist die Unsicherheit. Bislang wurde implizit davon ausgegangen, daß die Individuen das Ausmaß ihrer wirtschaftlichen Aktivitäten unter Berücksichtigung der Transaktionskosten daran orientieren, daß der Nutzen bzw. der Gewinn maximiert wird. Diese Betrachtung schließt implizit die Annahme vollkommener Voraussicht hinsichtlich der institutionellen Kosten bzw. der Kontinuität von Institutionen mit ein.

Realistischer ist es, von einem Zustand der Unsicherheit auszugehen. Dabei kann zwischen subjektiver und objektiver Rechtsunsicherheit unterschieden werden.⁸ Subjektive Rechtsunsicherheit resultiert aus der Tatsache, daß i.d.R. nicht alle relevanten Informationen gesammelt werden können. Es wäre auch nicht rational, die gesamte individuelle Rechtsunkenntnis abzubauen, da dies mit erheblichen Informationskosten verbunden wäre. Die Individuen werden daher ihre subjektiven Kosten und Nutzen aus der Informationsbeschaffung in Einklang bringen und mit einem unterschiedlichen Ausmaß von Unkenntnis verbleiben.

Objektive Unsicherheit entsteht, wenn rechtliche Regelungen für bestimmte Sachverhalte entweder ganz fehlen, oder keine zuverlässige Entscheidungsgrundlage darstellen. Dies schließt auch den Fall mit ein, daß Institutionen sich im Rahmen politischer Entscheidungsprozesse ändern können.⁹ Subjektive und objektive Rechtsunsicherheit führen dazu, daß Individuen die tatsächlichen Kosten ihrer wirtschaftlichen Aktivitäten nicht mit Sicherheit abschätzen können und daher mit dem Risiko konfrontiert sind, unvorteilhafte Transaktionen durchzuführen.¹⁰ Sie werden sich daher bei ihren Entscheidungen nicht nur an den ihnen bekannten Transaktionskosten *TK* orientieren, sondern auch potentielle Transaktionskosten berücksichtigen, die aus Rechtsunsicherheit resultieren. Diese entstehen aus Rechtsstreitigkeiten (Gerichts- und Anwaltskosten, Zeit) oder sonstigen Aufwendungen, die durch die Anpassung an die Änderung der institutionellen Rahmenbedingungen entstehen.

⁸ Vgl. dazu Wagner, H. (1997), S. 230 f.

⁹ Weitere Gründe sind rechtsfreie Räume (aufgrund vollständig fehlender Regeln oder durch Lücken, die erst durch Interpretation und Rechtsfortbildung geschlossen werden müssen) oder Rechtsverweigerung (durch die Verschleppung und Behinderung der Durchsetzung von Rechtsansprüchen durch öffentliche Organe). Vgl.: Wagner, H. (1997), S. 231.

¹⁰ Aus wohlfahrtstheoretischer Perspektive bedeutet dies, daß es zu suboptimalen Lösungen kommen kann, vgl. Löchel (1995), S. 57 f.

Es gilt daher:

$$(7) \quad TKA_i = T\tilde{K}A_i(I_k) + E(O_i) + E(S_i)$$

wobei $T\tilde{K}A_i(I_k)$ die den Akteuren bekannten Transaktionskosten darstellt. $E(O_i)$ und $E(S_i)$ bezeichnen die Erwartungswerte der sich aus objektiver Rechtsunsicherheit bzw. subjektiver Rechtsunsicherheit ergebenden Transaktionskosten. Lediglich $E(S_i)$ kann von den Individuen beeinflusst werden, wobei ein trade-off zwischen TK und $E(S_i)$ besteht: Zusätzliche Informationsaktivitäten führen zu einem Anstieg von TK und zu einem geringeren $E(S_i)$. Die Höhe der Transaktionskosten wird gleichzeitig von den spezifischen Merkmalen einer Transaktion bestimmt.¹¹

Von Bedeutung ist, daß $E(O_i)$ und $E(S_i)$ *subjektive* Erwartungswerte zugrundeliegen.¹² Unabhängig von dem objektiv existierenden Umweltzustand hängen die erwarteten Transaktionskosten – und damit auch das tatsächliche Transaktionsvolumen – daher von den individuellen Wahrnehmungsmustern und Interpretationen der Akteure ab. In Abhängigkeit der subjektiven Erwartungen wird das Transaktionsvolumen bzw. das Ausmaß der Arbeitsteilung beeinflusst. Unter Umständen kann es aus Sicht der Akteure vorteilhaft sein, Transaktionen zeitlich zu verschieben, da sich das Risiko dadurch verringert oder ganz darauf zu verzichten, wenn keine Erwartungsbildung hinsichtlich der Eintrittswahrscheinlichkeiten möglich ist. Dies ist insbesondere der Fall, wenn institutionelle Regeln einem starken Wandel unterliegen.

Die erwarteten Transaktionskosten sind daher auch umso geringer, je stabiler der institutionelle Rahmen in der Zeit ist. Dies ist – neben einem geringeren Risiko – darauf zurückzuführen, daß ein einmal vorhandener Informationsbestand für alle zukünftigen Transaktionen genutzt werden kann und keine neuerlichen Informationskosten entstehen. Bezeichnet I_k die Matrix k zum Zeitpunkt t , so gilt:

$$(8) \quad TKA_i^* = TKA_i(I_k^0) = TKA_i(I_k^t)$$

¹¹ Williamson unterscheidet als Bestimmungsgrößen der Transaktionskosten die Unsicherheit die Spezifität und Häufigkeit von Transaktionen. Vgl. Williamson (1990), S. 59 ff.

¹² Anders z. B. in dem für die Informationsökonomik grundlegenden Aufsatz von Stigler, G. (1961). Darin wird davon ausgegangen, daß die Akteure auf der Grundlage objektiver Wahrscheinlichkeiten handeln, wobei ihnen die Verteilungsfunktion der Eintrittswahrscheinlichkeiten bekannt ist.

Proposition 3: Eine institutionelle Matrix ist c.p. umso effizienter, je erwartungsstabiler sie ist.

3. Die Bedeutung institutioneller Asymmetrien für die realwirtschaftliche Integration in der Europäischen Union

Mit der Einführung des Binnenmarktes 1993 sollten institutionelle Hemmnisse eigentlich keine Rolle mehr spielen. Denn originäres Ziel des Binnenmarktprogramms war es gerade insoweit einen einheitlichen Rechtsraum zu verwirklichen, daß die Freiheit des Waren-, Personen-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehrs gesichert ist. Einen zentralen Mechanismus bildet dabei das Prinzip der gegenseitigen Anerkennung. Jedoch zeigt sich in der Realität immer wieder, daß die realwirtschaftlichen Anpassungsprozesse im EU-Integrationsraum in hohem Maße durch institutionelle Hemmnisse behindert werden, die auf heterogene Institutionen zurückzuführen sind.¹³

3.1 Gründe für die Existenz heterogener Institutionen in der EU

Diese Hemmnisse sind vor allem auf drei Ursachen zurückzuführen:

1. die Koexistenz und Überschneidung unterschiedlicher nationaler und supranationaler Regelwerke,
2. die mangelhafte Praktizierung des Gemeinschaftsrechtes durch die Mitgliedstaaten, sowie
3. rechtsfreie Räume und Auslegungsprobleme bei bestehenden Normen.

zu 1.:

Im Integrationsraum bestehen nicht nur auf horizontaler Ebene unterschiedliche nationale Regelwerke nebeneinander, sondern – bei supranationalen Regelungen – auch in vertikaler Hinsicht. Relevant für die Handlungsoptionen eines Individuums sind damit nicht nur die unterschiedlichen nationalen Rechtssysteme der Mitgliedstaaten, in denen wirtschaftliche Aktivitäten entfaltet werden, sondern auch das europäische Recht. Letzteres wird entweder in Gestalt von Verordnungen un-

¹³ Vgl. Europäische Kommission (1997a), Europäische Kommission (1997b), Winkler, T. (1995).

mittelbar rechtswirksam oder gibt – im Fall von Richtlinien – lediglich die mit der Rechtsnorm verfolgten Ziele vor, die dann von den Mitgliedstaaten innerhalb einer Frist in nationales Recht umgesetzt werden müssen. Gleichzeitig sieht der EG-Vertrag Ausnahmeregelungen vor, die es den Mitgliedstaaten gestatten, vom Prinzip der gegenseitigen Anerkennung abzuweichen und nationale Vorschriften anzuwenden.¹⁴ Zu diesen kodifizierten Rechtsnormen gesellen sich zahlreiche informelle Institutionen, insbesondere von den europäischen Normungskommissionen aufgestellten technischen Normen, die zwar nicht rechtsverbindlich sind, deren Nicht-Einhaltung aber mit erheblichen Folgekosten und Risiken für die Produzenten verbunden sein kann.¹⁵ Insgesamt liegt das Kernproblem darin, daß bei differierenden nationalen Institutionen das Prinzip der gegenseitigen Anerkennung nicht durchgängig verwirklicht wird.

Proposition 4: Die institutionelle Matrix in der EU stellt die wirtschaftlichen Akteure vor erhebliche Informationskosten.

zu 2.:

Wie die Kommission auch in jüngerer Zeit immer wieder beklagt, resultieren institutionelle Hemmnisse aus der mangelnden Umsetzung in nationales Recht bzw. aus der von den Mitgliedstaaten praktizierte Abweichung vom Gemeinschaftsrecht.¹⁶ Letzteres betrifft die fallweise Verletzung von EU-Recht und ist häufig Gegenstand von Vertragsverletzungsverfahren. Zu erklären ist die mangelhafte Praktizierung des Gemeinschaftsrechtes durch einen Zielkonflikt der Mitgliedstaaten, der aufgrund der Anreiz- und Durchsetzungsstrukturen des EG-Vertrages zu opportunistischem Verhalten führt:

Erstens handelt es sich bei der Verwirklichung der EWWU um eine klassische Gefangenendilemma-Situation: Während – bei Gültigkeit der

¹⁴ Dies ist nach Art. 36 EGV u. a. aus Gründen des Gesundheitsschutzes und zum Schutz der öffentlichen Ordnung möglich.

¹⁵ Zur technischen Standardisierung in Europa und der Rolle der zahlreichen Normungsorganisationen vgl. Werle, R. (1997).

¹⁶ So waren Anfang 1998 erst knapp 80 vH der Binnenmarktrichtlinien in allen Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt. Insbesondere in den Bereichen öffentliches Auftragswesen, Finanzdienstleistungen und Versicherungswesen verläuft die Umsetzung von europäischem Recht schleppend. Gleichzeitig führen – trotz des Grundsatzes der gegenseitigen Anerkennung – nicht-tarifäre Handelshemmnisse durch technische Vorschriften zu einer Behinderung des Binnenmarktes, vgl. Europäische Kommission (1997a). So werden von den Mitgliedstaaten nach wie vor jährlich ca. 450 neue einzelstaatliche technische Vorschriften erlassen, vgl. ebd. S. 33.

wesentlichen Aussagen der neoklassischen Theorie – zwar Wohlfahrtsgewinne für den Integrationsraum als Ganzes zu erwarten sind, ist deren räumliche Verteilung ex ante nicht bekannt. Gleiches gilt für die Anpassungskosten, die von strukturellen Anpassungsprozessen oder der Umstellung nationaler institutioneller Regelungen ausgehen. Insofern besteht aus nationaler Perspektive die Zielfunktion nicht darin, die Integration in jedem Fall voranzutreiben, sondern den nationalen Nutzen und die Kosten durch strategisches Verhalten zu beeinflussen. Die Folge ist, daß Vertragsregeln nicht oder nur selektiv umgesetzt werden.¹⁷

Dies wird *zweitens* erst ermöglicht durch die Tatsache, daß es sich beim EG-Vertrag, der den Verhaltensspielraum für die Mitgliedstaaten vorgibt, um einen sogenannten unvollständigen (oder auch relationalen) Vertrag handelt. Im Sprachgebrauch der Institutionenökonomik handelt es sich dabei um in die Zukunft gerichtete Verträge, die unvollständiger Voraussicht Rechnung tragen, indem sie Lücken für künftige Kontingenzen lassen.¹⁸ Die Vertragspartner einigen sich lediglich über das Vertragsziel und die allgemeine Vorgehensweise; Details der Umsetzung werden von Fall zu Fall vereinbart. Der Vertrag unterliegt damit einer ständigen Spezifizierung durch Neuverhandlung. Damit eröffnet sich aber auch die Möglichkeit zu opportunistischem Verhalten nach Vertragsabschluß, sofern ein oder mehrere Beteiligte Vorteile daraus ziehen können und keine wirksamen Sanktionsmechanismen zur Verfügung stehen.¹⁹

¹⁷ Einen Überblick Defizite bei der Umsetzung und Anwendung von Gemeinschaftsrecht bietet der Jahresbericht über die Kontrolle der Anwendung des Gemeinschaftsrechts vgl. Europäische Kommission (1997b).

¹⁸ Vgl. Richter, R.; Furubotn, E. (1996), S. 173 ff.

¹⁹ Tatsächlich sind die Sanktionsmechanismen zur Durchsetzung des Gemeinschaftsrechtes als unzureichend einzuschätzen. Grundsätzlich gibt es zwei Möglichkeiten, gegen Vertragsverletzungen, die zu einer Behinderung der Funktionsfähigkeit des Binnenmarktes führen, vorzugehen. Zum einen sind nach einer Grundsatzentscheidung des EuGH die vier Grundfreiheiten als individuell einklagbare Rechte zu interpretieren. Der Anreiz eines Betroffenen, gegen die Behinderung seiner wirtschaftlichen Aktivitäten bei einem nationalen Gericht Klage einzureichen, kann jedoch als verhältnismäßig gering eingeschätzt werden. Denn dies ist nicht nur mit erheblichem zeitlichen und finanziellen Aufwand verbunden; gleichzeitig kann der Nutzen auch nicht vollständig internalisiert werden, da auch potentielle Konkurrenten im Falle eines günstigen Urteils profitieren. Zudem sind die rechtlichen Grundlagen für Vertragsverletzungsverfahren für die Öffentlichkeit nur schwer durchschaubar. Die zweite Möglichkeit besteht darin, daß die Kommission ein Verfahren eröffnet. Sofern sie Kenntnis von einer mutmaßlichen Vertragsverletzung erlangt, kann sie ein förmliches Verfahren eröffnen, das in einer Anrufung des EuGH endet. Aber auch nach einer gerichtlichen Klärung ist ein vertragskonformes Verhalten der Mitgliedstaaten nicht zwingend, da der EuGH letztlich über keine Sanktionsmittel verfügt, vgl. Winkler, T. (1995), S. 12.

Proposition 5: Die institutionelle Matrix der EU ist aufgrund der vertragsinhärenten Anreizstrukturen und mangelnder Sanktionsmechanismen inhärent instabil und führt zu objektiver Rechtsunsicherheit.

zu 3.:

Auch in den Fällen, in denen EG-Recht tatsächlich implementiert wurde – entweder durch Harmonisierung im Rahmen von Verordnungen oder die Umsetzung von Richtlinien in nationales Recht – kommt es zu Rechtsunsicherheit, die erst im Rahmen einer gerichtlichen Klärung ausgeräumt werden muß. Die Gründe hierfür liegen zum einen darin, daß die Mitgliedstaaten bei der Umsetzung von EU-Richtlinien Gestaltungsspielraum haben, was dazu führen kann, daß die entsprechenden nationalen Normen nicht kompatibel sind und auch nicht mit der ursprünglichen Zielsetzung der Richtlinie übereinstimmen.²⁰ Weiterhin lassen auch harmonisierte Vorschriften der EU häufig Interpretationsspielräume offen, die erst gerichtlich geklärt werden müssen.²¹

Proposition 6: Auch bei einem Abbau der subjektiven Rechtsunsicherheit durch die Akteure besteht ein hohes Maß an objektiver Rechtsunsicherheit.

3.2 Die Auswirkungen heterogener Institutionen auf Wettbewerb, Strukturwandel und Wohlfahrt

Den originären Transmissionsmechanismus zur Realisierung der Wohlfahrtseffekte der EWWU bildet die uneingeschränkte Mobilität von Gütern und Produktionsfaktoren, die zu einer erhöhten Wettbewerbsintensität im Integrationsraum führen soll. Diese Wettbewerbseffekte lassen sich analytisch in zwei Aspekte unterteilen. Zum einen kommt es zu einem erhöhten Standortwettbewerb der Regionen, die entsprechend

Die jeweiligen Regierungen müssen allenfalls einen Reputationsverlust in Kauf nehmen, der jedoch umso geringer ist, je üblicher das partielle Abweichen von Vertragseinhalten unter den Partnern ist. In dem Bestreben, die Durchsetzung von europäischem Recht zu verstärken, hat die Kommission auf der Grundlage einer im Vertrag von Maastricht eingeführten Bestimmung kürzlich einen Sanktionsmechanismus entwickelt, bei dem Mitgliedstaaten nach Ablauf der Frist, die für die Implementierung der Maßnahmen vorgesehen ist, mit empfindlichen Geldbußen in Form von Tagessätzen belegt werden können, vgl. Europäische Kommission (1997b, c) S. 8. Ob und in welchem Umfang dieser tatsächlich zur Anwendung kommen wird, ist allerdings unklar.

²⁰ Dies geschieht z.T. in der ausdrücklichen Absicht, die einheimische Wirtschaft zu schützen, vgl. Europäische Kommission (1997a), S. 11.

²¹ Vgl. Mussler, W.; Streit, M. (1995), S. 95.

der regionalspezifischen Besonderheiten in unterschiedlichem Maße Produktionsfaktoren attrahieren können. Zweitens wird eine Intensivierung des Wettbewerbs auf den Gütermärkten erwartet, die mit der Realisierung von Skaleneffekten einhergeht. Diese Integrationseffekte sollen schließlich, so die Erwartung, eine Verbesserung der statischen und dynamischen Effizienz im Wirtschaftsraum nach sich ziehen.

Die abgeleiteten Zusammenhänge zwischen Institutionen, Transaktionskosten und wirtschaftlichen Aktivitäten können allgemein für den Austausch von Verfügungsrechten von Gütern und Produktionsfaktoren angewendet werden und lassen sich gleichermaßen auf die Angebotsseite und die Nachfrageseite, auf den Güterhandel und Faktorwanderungen übertragen. Für die erwarteten Wohlfahrtsgewinne ist damit entscheidend, wie sich die institutionelle Matrix im EU-Integrationsraum auf den Wettbewerb und die strukturellen Anpassungsprozesse auswirkt.

Auf den Gütermärkten führen heterogene institutionelle Matrizen i.V.m. Rechtsunsicherheit im Integrationsraum nach den unterstellten Wirkungszusammenhängen sowohl auf der Anbieter- als auch auf der Nachfragerseite zu zusätzlichen Transaktionskosten. Partialanalytisch läßt sich dies jeweils in einer Linksverschiebung der Angebots- und Nachfragefunktion ausdrücken. Auf der Angebotseite führen Transaktionskosten zu einer Erhöhung des Bruttopreises. Diese entstehen z. B. durch Informationskosten hinsichtlich der relevanten rechtlichen Bestimmungen im europäischen Zielland, Kosten der Produktionsumstellung zur Erfüllung ausländischer Normen oder Kosten, die für ausländische Prüf- und Zertifizierungsverfahren anfallen. Zusätzlich werden die Exporteure entsprechend ihrer individuellen Erwartungen bestehende Rechtsunsicherheit in Form eines Risikoaufschlages in ihrer Kalkulation berücksichtigen. Auf der Nachfrageseite führen Transaktionskosten und Unsicherheit zu einer geringeren Zahlungsbereitschaft, da der Nettonutzen aus dem Konsum des Gutes unter Berücksichtigung der Transaktionskosten sinkt. Für die Konsumenten erwachsen Kosten beispielsweise aus dem zusätzlichen Informationsbedarf hinsichtlich der Produktqualität oder Unsicherheit über die Existenz und Durchsetzungsmöglichkeiten von Gewährleistungs- und Garantieansprüchen.²² Die Verschiebung

²² Rechtsunsicherheit und Informationsprobleme spielen bei der Konsumentenscheidung nicht nur im Bereich der Waren eine entscheidende Rolle, sondern in zunehmendem Maße auch bei den grenzüberschreitenden Dienstleistungen, insbesondere den Finanzdienstleistungen. Vgl. Europäische Kommission (1997a), S. 131 ff.

der Angebots- und Nachfragefunktionen führt zu einer Verringerung der ausgetauschten Mengen.

Aus den genannten Zusammenhängen lassen sich zwei Konsequenzen im Hinblick auf die Effizienz und Wohlfahrt ableiten. Erstens führen die aus den heterogenen institutionellen Rahmenbedingungen erwachsenen Transaktionskosten und Unsicherheit zu einem geringeren grenzüberschreitende Transaktionsvolumen in der EU. Der damit korrespondierende Wohlfahrtsverlust wird – in der statischen Perspektive – durch den Verlust an Konsumenten- und Produzentenrente wiedergegeben. Zweitens resultieren negative Auswirkungen auf die dynamische Effizienz, die auf eine niedrigere Wettbewerbsintensität im Integrationsraum zurückzuführen sind. Denn die institutionellen Kosten führen zu einer Segmentierung der Märkte.

Dies läßt sich wiederum in einem einfachen partialanalytischen Rahmen verdeutlichen: Liegt der Nettoangebotspreis des inländischen Produzenten zwar unter dem des ausländischen Konkurrenten, der Bruttoangebotspreis einschließlich der institutionellen Kosten jedoch darüber, so wird kein Markteintritt realisiert und es kommt zu dauerhaften Preisdifferenzen und einer geringeren Wettbewerbsintensität.²³ Damit sinkt auch der Spielraum zur Realisierung dynamischer Effizienzgewinne.²⁴

Der beschriebene Mechanismus läßt sich analog auf die Faktorwanderungen übertragen. Die institutionellen Rahmenbedingungen an einem potentiellen Standort determinieren die Produktionskosten. Dabei ist zu berücksichtigen, daß unternehmerische Standortentscheidungen mit besonderen institutionellen Risiken belastet sind: Eine Standortentscheidung ist mit hohen versunkenen Kosten verbunden und die Abschätzung der Kosten- und Erlösströme aus einem neuen Standort bezieht sich auf einen langen Planungszeitraum. Der Unsicherheit und damit auch der erwartungsstabilisierenden Funktion von Institutionen kommt im Hin-

²³ Eine weitere mögliche Strategie von Unternehmen, auf die an dieser Stelle nicht näher eingegangen wird, kann darin liegen, Transaktionskosten durch grenzüberschreitende Zusammenschlüsse abzubauen.

²⁴ Der Zusammenhang zwischen institutionellen Hemmnissen und Transaktionsvolumen zeigt sich auch empirisch: So werden in den von technischen Vorschriften betroffenen Sektoren, die 33 vH der Bruttowertschöpfung und 28 vH des EU-Handels repräsentieren, immer noch deutlich weniger Waren grenzüberschreitend ausgetauscht, als in anderen Bereichen, vgl. Europäische Kommission (1997a), S. 27. Gleichfalls zeigt sich, daß sich die erwartete Abbau von Preisdifferenzen im Binnenmarkt bislang nur in Teilbereichen vollzogen hat. Ebd., S. 105 ff.

blick auf die zukünftige Entwicklung der Rahmenbedingungen daher besondere Bedeutung für die Faktormobilität zu.

Proposition 6: Das Transaktionsvolumen, die Wettbewerbsintensität und damit auch die zu erwartenden Wohlfahrtsgewinne im EU-Integrationsraum sind eine Funktion der institutionellen Transaktionskosten.

Unter den gegebenen Annahmen läßt sich als Schlußfolgerung zunächst festhalten, daß die gegenwärtige institutionelle Matrix in der EU – gegenüber einem Zustand der vollständigen Harmonisierung oder der vollkommenen Freizügigkeit – zu einer Verringerung des Transaktionsvolumens auf den Gütermärkten und geringerer Faktormobilität führt sowie die Wettbewerbsintensität im Integrationsraum vermindert. Neben den statischen Wohlfahrtsgewinnen, die aus einer verminderten Arbeitsteilung resultieren, werden durch eine niedrigere Wettbewerbsintensität die dynamischen Wohlfahrtsgewinne reduziert.

4. Stellt institutioneller Wettbewerb einen effizienten Lösungsmechanismus dar?

4.1 Modell und Funktionsweise des institutionellen Wettbewerbs

Ob und in welchem Umfang wirtschaftliche Integration das Erfordernis einer Harmonisierung von Institutionen nach sich zieht, wird kontrovers diskutiert. Neben dem Problem des optimalen Harmonisierungsgrades und der vertikalen Kompetenzverteilung betrifft dies die Frage, ob institutioneller Wettbewerb (auch Systemwettbewerb) als ein dezentraler Lösungsmechanismus unter Effizienzgesichtspunkten einer Harmonisierung vorzuziehen sei.²⁵

Institutioneller Wettbewerb bezeichnet dabei einen Ansatz, der bislang noch keine geschlossene Theorie darstellt und sein analytisches Instrumentarium im wesentlichen aus der Theorie des fiskalischen Föderalismus und der Public Choice Theorie bezieht.²⁶ Die zugrundeliegende Vorstellung ist, daß immobile Faktoren – im Sinne eines Standortwettbewerbs zwischen Gebietskörperschaften – um mobile Faktoren konkur-

²⁵ Vgl. dazu z. B. Dehousse, R. (1992), Hauser, H. (1993), Koop, M. J.; Siebert, H. (1993); Oates, E. O.; Schwab, R. M. (1998), Schuster, Th; Vaubel, R. (1996), Siebert, H. (1990), Sinn, H.-W. (1997), Sinn, St. (1990), Vihanto, M. (1992), Vanberg, V. (1993), Vanberg, V.; Kerber, (1994), Wohlgemuth, M. (1995). Zum Teil wird institutioneller Wettbewerb auch als ein Mechanismus der ex post Harmonisierung verstanden, vgl. Siebert, H. (1990).

²⁶ Grundlegend hierzu Tiebout, C. M. (1956).

rieren. Zu den immobilien Faktoren gehören dabei auch die jeweiligen nationalen Rechtsnormen und Regulierungen. Im Rahmen des Wettbewerbsprozesses werden die mobilen Produktionsfaktoren annahmegemäß die institutionelle Arbitrage maximieren, indem sie in die Jurisdiktionen abwandern, in denen sie die höchsten Erträge erwirtschaften können.

Das ursprüngliche Konzept des institutionellen Wettbewerbs im Sinne eines Standortwettbewerbs kann auch erweitert werden auf den Güterhandel. Geht man davon aus, daß in den gehandelten Gütern die entsprechenden nationalen Normen inkorporiert sind (z. B. Qualitätsstandards, Gesundheitsvorschriften), die sich letztlich in Produktqualität und Produktpreis niederschlagen, so vollzieht sich der institutionelle Wettbewerb auch auf den Gütermärkten über die Kaufentscheidungen der Verbraucher. Dies setzt jedoch voraus, daß die entsprechenden Produkteigenschaften für die Nachfrager auch eindeutig wahrnehmbar sind.²⁷

Die Verbindung zur Public-Choice Theorie wird in diesem Modell durch die Einbeziehung von politischen Entscheidungsprozessen geschaffen. Die nationalen politischen Entscheidungsträger fungieren als Anbieter von Institutionen; als Nachfrager treten die Verfügungsberechtigten über mobile Ressourcen (Unternehmer, Manager, Arbeitnehmer) bzw. die Konsumenten der produzierten Güter auf. Entsprechend der Attraktivität des nationalen Institutionen werden die konkurrierenden Staaten in unterschiedlichem Maße mobile Produktionsfaktoren attrahieren können und damit die Entwicklung von Einkommen und Beschäftigung beeinflussen. Der Wettbewerbsmechanismus führt letztlich – so die Argumentation – zur Entdeckung und Durchsetzung effizienter Lösungen, da die politischen Entscheidungsträger bei einem Mißerfolg ihrer Politik nicht wiedergewählt werden. Systemwettbewerb entsteht also durch potentielle oder tatsächliche Transaktionen zwischen unterschiedlichen Territorialrechtssystemen.²⁸

²⁷ Bei Informationsasymmetrien hinsichtlich der Produktqualität kann es jedoch zu adverser Selektion kommen, vgl. Akerlof, G. A. (1970) und Sinn, H.-W. (1997), S. 40 ff., der das Lemons-Problem auf den Qualitätswettbewerb in der EU angewendet hat.

²⁸ Streit, M.; Mussler, W. (1995), S. 80.

4.2 Die Wohlfahrtseffekte von institutionellem Wettbewerb unter Berücksichtigung von Informationsasymmetrien, Anpassungskosten und strategischem Verhalten

Das beschriebene Modell des institutionellen Wettbewerbs bewegt sich in einem neoklassischen Argumentationsrahmen und abstrahiert von unvollständiger Information, Risiko, Anpassungskosten und opportunistischem Verhalten. Im folgenden wird daher der Frage nachgegangen, ob Systemwettbewerb unter Berücksichtigung dieser Aspekte und der im Rahmen der Transaktionskostentheorie und der Vertragstheorie daraus abgeleiteten Zusammenhänge einen Mechanismus darstellt, der effiziente Lösungen erwarten läßt. Als Bewertungsmaßstab werden die in Abschnitt 2 abgeleiteten Effizienzkriterien herangezogen. Das notwendige Kriterium bezog sich dabei auf eine Minimierung der institutionellen Transaktionskosten. Das hinreichende Kriterium forderte eine Maximierung der gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt. Dies schließt sowohl die Minimierung der institutionellen Kosten auf einzel- und gesamtwirtschaftlicher Ebene, als auch die Minimierung der durch Institutionen ausgelösten allokativen Verzerrungen mit ein.

Bislang konzentrierte sich die Analyse auf das erste Kriterium, nach dem eine institutionelle Matrix umso effizienter ist, je stärker die einzelwirtschaftlichen Transaktionskosten reduziert werden und je geringer der gesamtwirtschaftliche Ressourcenaufwand für die Bereitstellung und Betreuung der Institutionen ist. Wie sich ableiten ließ, wird diese Bedingung umso stärker verletzt, je zahlreicher bzw. je heterogener die entscheidungsrelevanten institutionellen Matrizen in einem Integrationsraum sind (subjektive Rechtsunsicherheit) und je unsicherer die Auswirkungen der existierenden Institutionen auf die Ergebnisse des individuellen Handelns sind (objektive Rechtsunsicherheit). Höhere Transaktionskosten und Unsicherheit führen dabei zu einer Reduktion des Handelsvolumens und der Faktormobilität und damit auch der potentiellen Wohlfahrtsgewinne. Der gesamtwirtschaftliche Ressourcenaufwand für die Betreuung der Institutionen steigt ebenfalls mit der Anzahl der im Integrationsraum koexistierenden nationalen Rechtssysteme.

Bei einer Bewertung der Effizienz von institutionellem Wettbewerb anhand des Kosten-Kriteriums wird unmittelbar deutlich, daß dieses durch den Mechanismus grundsätzlich verletzt wird. Erstens stellt die Heterogenität von Rechtsräumen in einem Integrationsraum gerade die Voraussetzung für das Entstehen der Wettbewerbssituation dar. Damit geht institutioneller Wettbewerb zwangsläufig mit einer Erhöhung der

einzelwirtschaftlichen Transaktionskosten einher. Zweitens ist es konstituierendes Element des beschriebenen Wettbewerbsmechanismus, daß die nationalen institutionellen Regeln im Systemwettbewerb einem ständigen, von den Wirtschaftssubjekten nicht antizipierbaren Wandel unterliegen. Dies impliziert jedoch gleichzeitig, daß die Unsicherheit für die Wirtschaftssubjekte zunimmt und die originäre Funktion institutioneller Arrangements, die Reduktion von Informationskosten und die Erwartungsstabilisierung, nicht erfüllt wird. Drittens impliziert die Koexistenz mehrerer nationaler Regelsysteme einen höheren gesamtwirtschaftlichen Ressourcenaufwand für die Bereitstellung und Betreibung der Institutionen.

Proposition 7: Institutioneller Wettbewerb führt c.p. zu einem Anstieg der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Transaktionskosten sowie der Unsicherheit.

Fraglich ist nun, ob und inwieweit durch institutionellen Wettbewerb die Erfüllung des bislang vernachlässigten zweiten (hinreichenden) Kriteriums gewährleistet werden kann, das eine Maximierung der gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt forderte. Denn aus der Verletzung des ersten Kriteriums folgt nicht zwingend, daß eine Harmonisierung die unter Wohlfahrts Gesichtspunkten überlegene Lösung darstellt. Folgt man der dem Systemwettbewerb zugrundeliegenden Argumentation, so führt der Wettbewerbsmechanismus zur Durchsetzung des effizienten institutionellen Rahmens und ermöglicht damit auch eine effiziente Ressourcenallokation. Grundsätzlich besteht damit die Möglichkeit, daß die mit institutionellem Wettbewerb einhergehenden statischen und dynamischen Effizienzeinbußen infolge höherer Transaktionskosten geringer sind als die Effizienzgewinne, die durch die Generierung und Durchsetzung effizienterer institutioneller Matrizen entstehen. Die Voraussetzung dafür ist jedoch, daß der Mechanismus des Systemwettbewerbs – auch unter Berücksichtigung der hier thematisierten institutionellen Aspekte – funktionsfähig ist.

4.3 Funktionsbedingungen des institutionellen Wettbewerbs

Das Konzept des Systemwettbewerbs verbindet marktlichen Wettbewerb (auf Gütermärkten und zwischen Standorten) mit politischem Wettbewerb. Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Systemwettbewerbs in einem Integrationsraum ist daher nicht nur, daß der Wettbewerbsmechanismus auf beiden Ebenen funktioniert und effiziente Er-

gebnisse generiert, sondern auch, daß ein Rückkopplungsmechanismus zwischen Marktergebnis und Politikerergebnis existiert.²⁹ Dies bedeutet, daß sich erstens die effiziente institutionelle Lösung im politischen Prozeß durchsetzen muß und sich zweitens die Faktorallokation entsprechend der institutionellen Arbitrage anpaßt und damit die Realisierung von Wohlfahrtsgewinnen ermöglicht.

4.3.1 Funktionsfähigkeit des politischen Wettbewerbs

Die Funktionsfähigkeit institutionellen Wettbewerbs wird in hohem Maße begrenzt durch die Eigenschaften des politischen Wettbewerbs, die eine Durchsetzung der effizienten institutionellen Lösung in Frage stellen.³⁰ Neben den den politischen Entscheidungsprozessen inhärenten Restriktionen sind diese im wesentlichen auf Informationsdefizite und opportunistisches Verhalten der politischen Akteure zurückzuführen. Notwendig ist nicht nur, daß die Wähler den wahren Zusammenhang zwischen den nationalen Institutionen und der inländischen wirtschaftlichen Entwicklung kennen, sondern die Ergebnisse der Politik auch im Rahmen demokratischer Wahlen sanktionieren können. Da bei Wahlen über breite Paketlösungen in Form von Parteiprogrammen abgestimmt wird, werden jedoch keine eindeutigen Signale übermittelt. Das Wahlergebnis bietet damit – ebenso wie die möglichen Gründe bei einer Abwanderung von mobilen Produktionsfaktoren – einen weiten Interpretationsspielraum für die Politiker. Gleichzeitig besteht keine Sicherheit, daß die politischen Entscheidungsträger tatsächlich die wohlfahrtsmaximierenden Institutionen einführen. Selbst wenn sie den wahren Zusammenhang zwischen nationalen Institutionen und wirtschaftlicher Entwicklung kennen, besteht lediglich ein Anreiz jene Regeln durchsetzen, die als entscheidend für das politische Überleben erachtet werden.

Opportunismus spielt im Zusammenhang mit der europäischen Integration aufgrund des beschriebenen Gefangenendilemmas eine weitere Rolle. Da die räumliche Verteilung der erwarteten Integrationsgewinne nicht bekannt ist, die nationale wirtschaftliche Entwicklung jedoch entscheidend für die Wiederwahl ist, besteht für die Politiker ein Anreiz, die nationalen Anpassungskosten zu minimieren, beispielsweise durch Nicht-Anwendung von EG-Recht oder die Gewährung von Subventio-

²⁹ Vgl. dazu auch Kiwit, D.; Voigt, St. (1997), Mussler, W.; Streit, M. (1995), S. 80.

³⁰ Vgl. dazu im Detail Kiwit, D.; Voigt, St. (1997).

nen. Durch die dem Mechanismus innewohnende Wettbewerbssituation wird der grundsätzliche Anreiz zu nicht-vertragskonformem Verhalten noch verstärkt. In dem Maße, in dem die Regeln unterlaufen werden, sinken aber auch die zu erwartenden Wohlfahrtsgewinne der Integration für den gesamten Wirtschaftsraum.

Proposition 8: Die Funktionsfähigkeit von institutionellem Wettbewerb wird durch die Eigenschaften des politischen Wettbewerbs in Frage gestellt.

4.3.2 Funktionsfähigkeit des institutionellen Wettbewerbs auf Gütermärkten und im Standortwettbewerb

Abgesehen von der Generierung und Durchsetzung effizienter institutioneller Arrangements im politischen Wettbewerb stellt die Reallokation der Produktionsfaktoren in Abhängigkeit der institutionellen Arbitragemöglichkeiten eine Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit von Systemwettbewerb dar. Wie sich aufgrund der dargestellten Wirkungszusammenhänge ergab, bildeten institutionelle Transaktionskosten dabei ein Hindernis, da sie das Transaktionsvolumen auf den Gütermärkten und die Mobilität der Produktionsfaktoren verringern. Dies bedeutet jedoch gleichzeitig, daß Systemwettbewerb inhärent instabil ist: Da er zwangsläufig mit einer Erhöhung von Informationskosten und Unsicherheit einhergeht, führt der Wettbewerb selbst Bedingungen herbei, die seine Funktionsfähigkeit untergraben.

Im Ergebnis zeigt sich, daß bei Abgehen von den Annahmen der allgemeinen Gleichgewichtstheorie die Funktionsfähigkeit des institutionellen Wettbewerbs nicht mehr gesichert ist. Dies betrifft sowohl die Durchsetzung der jeweils effizienten Institutionen als auch die marktlichen Anpassungsprozesse, die letztlich zu Wohlfahrtsgewinnen führen sollen. Durch die Unterschiede in den nationalen Institutionen werden Verzerrungen auf den Gütermärkten hervorgerufen. Diese sind eigentlich Bestandteil des Wettbewerbsmechanismus; sie wirken jedoch effizienzmindernd, wenn die Unterschiede nicht durch Reallokationsprozesse abgebaut werden. In dem Maße, in dem die Anpassungsprozesse aufgrund von Informationsdefiziten und Unsicherheit unterbleiben, wird ein gesamtwirtschaftlich suboptimaler Zustand realisiert.

Proposition 9: Selbst wenn der politische Wettbewerb effiziente institutionelle Matrizen generiert, kommt es aufgrund der Eigenschaft des in-

stitutionellen Wettbewerbs, die Transaktionskosten und die Unsicherheit zu erhöhen, zu einer Behinderung der Funktionsfähigkeit auf der Marktebene.

5. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen

Gegenstand des Beitrages war der Zusammenhang zwischen rechtlichen Institutionen, Strukturwandel und den Integrationsgewinnen in der Europäischen Union. Die Transaktionskosten erwiesen sich als eine Funktion der institutionellen Rahmenbedingungen, die zwar prinzipiell wirtschaftspolitisch gestaltbar sind. Letztere unterliegen jedoch politischen Entscheidungsprozessen, so daß die Durchsetzung der jeweils effizienten bzw. präferenzkonformen Institutionen nicht gewährleistet ist. Selbst wenn jedoch von diesen polit-ökonomischen Zusammenhängen abstrahiert wird, so läßt sich ein grundsätzlicher trade-off zwischen der Heterogenität von Institutionen und den Wohlfahrtsgewinnen der Integration konstatieren.

Es lassen sich im wesentlichen zwei wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen ableiten. *Erstens* ist unter Berücksichtigung der dargestellten Zusammenhänge nicht mehr gesichert, daß unter Wohlfahrtsaspekten institutioneller Wettbewerb gegenüber einer Harmonisierung von Institutionen die überlegene Lösung darstellt. Bei einer Entscheidung für oder wider die Harmonisierung von Rechtsnormen müssen daher die institutionellen Transaktionskosten im Rahmen einer Kosten-Nutzen-Analyse berücksichtigt werden. Andernfalls kann es dazu kommen, daß statische und dynamische Effizienzverluste infolge der institutionellen Kosten mögliche positive Wettbewerbseffekte überkompensieren.

Zweitens läßt sich feststellen, daß die gegenwärtige institutionelle Matrix im EU-Integrationsraum supoptimal ist, gemessen an dem Wohlfahrtsniveau, das bei einem vertragskonformem Verhalten der Mitgliedstaaten realisiert werden könnte. Auch ein potentiell wohlfahrtsverbessernder institutioneller Rahmen kann nur in dem Maße zu Verbesserungen führen, wie sich das Verhalten der Individuen tatsächlich an die veränderten Möglichkeiten anpaßt und zu entsprechenden Reallokationsprozessen führt. Das Verhalten wird jedoch nicht von formal existierenden Regeln, sondern von der subjektiven Erwartungsbildung hinsichtlich der Praktizierung dieser Regeln bestimmt, da nur hiervon der Erfolg der einzelwirtschaftlichen Aktivitäten bestimmt wird. Eine Verringerung von Informationskosten und Unsicherheit auf einzelwirt-

schaftlicher Ebene verlangt daher, daß der Spielraum für opportunistisches Verhalten auf nationaler Ebene durch eine Veränderung der Anreizstrukturen verringert wird. Die Bedingung eines sogenannten sich selbst erfüllenden Vertrages kann durch die Verhängung von Vertragsstrafen realisiert werden. Diese führen dazu, daß der nationale Nutzen aus einem vertragskonformen Verhalten in jedem Fall höher ist, als ein abweichendes Verhalten.

Literatur

- Akerlof, G. A.* (1970): The Market for ‚Lemons‘: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: *Quarterly Journal of Economics* (84), 488 - 500.
- Coase, R.* (1937): The Nature of the Firm, in: *Economica* 4, 386 - 405.
- De Alessi, L.* (1990): Form, Substance, and Welfare Comparisons in the Analysis of Institutions, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 5 - 23.
- Dehousse, R.* (1992): Integrations vs. Regulation? On the Dynamics of Regulation in the European Community, in: *Journal of Common Market Studies*, 30, No. 4, 383 - 402.
- Demsetz, H.* (1968): The Cost of Transacting, in: *Quarterly Journal of Economics*, 33 - 53.
- Eggertson, Th.* (1990): *Economic Behaviour and Institutions*, Cambridge.
- Europäische Kommission (1997): Mitteilung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften an den Europäischen Rat: Aktionsplan für den Binnenmarkt. Bundesratsdrucksache 470/97 vom 19. 06. 97.
- (1997a): Der Binnenmarkt und das Europa von morgen. Luxemburg.
 - (1997b): Vierzehnter Jahresbericht über die Kontrolle der Anwendung des Gemeinschaftsrechts, in: *Abl C* 332.
 - (1997c): Vorschlag einer Verordnung (EG) des Rates zur Einführung eines Mechanismus für ein Einschreiten der Kommission der Europäischen Gemeinschaften zur Beseitigung bestimmter Handelsbehinderungen. Bundesratsdrucksache 1013/97 vom 10. 12. 97.
- Furubotn, E.* (1991): General Equilibrium Models, Transaction Costs, and the Concept of Efficient Allocation in a Capitalist Economy, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 147, 662 - 686.
- Furubotn, E. / Richter, R.* (1996): *Neue Institutionenökonomik*, Tübingen.
- Hahn, F. H.* (1971): Equilibrium with Transaction Costs, in: *Econometrica* 39, 417 - 439.
- Hauser, H.* (1993): Harmonisierung oder Wettbewerb nationaler Regulierungssysteme in einem integrierten Wirtschaftsraum, in: *Aussenwirtschaft*, 48, 459 - 476.

- Hirschmann, A. O.* (1970): *Exit, Voice, and Loyalty – Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge, USA.
- Hirshleifer, J.* (1980): *Price Theory and Applications*, London.
- Kiwit, D.* (1994): Zur Leistungsfähigkeit neoklassisch orientierter Transaktionskostenansätze. MPI-Diskussionsbeitrag 4 / 94.
- Kiwit, D. / Voigt, St.* (1997): Grenzen des institutionellen Wettbewerbs. MPI-Diskussionsbeitrag 5 / 97.
- Koop, M. J. / Siebert, H.* (1993): Institutional Competition vs. Centralization: Quo Vadis Europe?, Kieler Arbeitspapiere Nr. 548.
- Kopke, A.* (1997): Rechtsbeachtung und -durchsetzung in GATT und WTO: Der Erklärungsbeitrag der Ökonomik zu internationalen Rechts- und Politikprozessen. Berlin.
- Kurz, M.* (1974): Arrow-Debreu Equilibrium of an Exchange Economy with Transactions Costs, 1 - 20.
- Löchel* (1995): *Institutionen, Transaktionskosten und wirtschaftliche Entwicklung*, Berlin.
- Mussler, W. / Streit, M.* (1995): Wettbewerb der Systeme und Binnenmarktprogramm, in: Lüder, G. (Hrsg.): *Europa zwischen Ordnungswettbewerb und Harmonisierung*, Berlin, 75 - 107.
- North, D.C.* (1992): *Institutionen, institutioneller Wandel und Wirtschaftsleistung*, Tübingen.
- Oates, W. / Schwab, R.* (1988): Economic Competition among Jurisdictions: Efficiency Enhancing or Distortion Inducing?, in: *Journal of Public Economics*, 35(3), 333 - 354.
- Schuster, Th. / Vaubel, R.* (1996): Europäische Sozialpolitik, in: Ohr, R. (Hrsg.): *Europäische Integration*, Stuttgart usw., 173 - 199
- Siebert, H* (1990): The Harmonization Issue in Europe: Prior Agreement or a Competitive Process?, in: Siebert, H. (Hrsg.): *The Completion of the Internal Market*, Tübingen, 53 - 75.
- Sinn, H. W.* (1997): Das Selektionsprinzip und der Wettbewerb, in: Oberhauser, A. (Hrsg.): *Fiskalföderalismus in Europa*, Berlin.
- Sinn, St.* (1992): The Taming of Leviathan: Competition among Governments, in: *Constitutional Political Economy*, Vol. 3, S. 177 - 196.
- Stigler, G.* (1961): The Economics of Information, in: *Journal of Political Economy*, 213 - 225.
- Tiebout, C. M.* (1956): A Pure Theory of Local Expenditures, in: *Journal of Political Economy*, 64, 416 - 424.
- Ulph, A. M. / Ulph, D. T.* (1975): Transactions Costs in General Equilibrium Theory: A Survey, in: *Economica* 42, 355 - 372.

- Vanberg, V. (1993): Constitutionally Constrained and Safeguarded Competition in Markets and Politics with Reference to a European Constitution, in: *Journal des Économistes et des Études Humaines*, 4, 3 - 27.
- Vanberg, V. / Kerber, W. (1994): Institutional Competition among Jurisdictions: An Evolutionary Approach, in: *Constitutional Political Economy* 5, 193 - 219.
- Vihanto, M. (1992): Competition Between Local Governments as a Discovery Procedure, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 148, 411 - 436.
- Wagner, H. (1997): Rechtsunsicherheit und Wirtschaftswachstum, in: Behrends, S. (Hrsg.): *Ordnungskonforme Wirtschaftspolitik in der Marktwirtschaft*, Berlin, 227 - 253.
- Werle, R. (1997): Technische Standardisierung im deregulierenden Europa, in: Schenk, K.-E.; Schmidtchen, D.; Streit, M. E. (Hrsg.): *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie*, Tübingen, 54 - 80.
- Winkler, T. D. (1995): Wo kein Kläger, da kein Richter. MPI-Diskussionsbeitrag 7 / 95.
- Williamson, O. E. (1990): *Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus*, Tübingen.
- Wohlgemuth, M. (1995): *Institutional Competition: Notes on an Unfinished Agenda*. MPI-Diskussionspapier

Abstract

Institutions, Competition and Structural Change in the EMU: Impact on Welfare Gains

By Vera Dietrich

The expected welfare gains of the economic integration in Europe heavily depend on the assumptions of the orthodox neoclassical model, ignoring the influence of institutions. The paper shows, that heterogeneous institutions negatively affect the benefits of economic integration. This result is in contrast to a vast literature, which considers the competition of different national institutions an efficient allocation mechanism. First, a survey on the main problems resulting from heterogeneous institutions in the European Union is given. In a model the impact on welfare is assessed, using transaction cost analysis and allowing for imperfect information and uncertainty.

JEL Classification: D2, D6, D8, E1

Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH), Postfach 10 02 07, D-06038 Halle, Germany

Institutionen, Wettbewerb und Strukturwandel in der EWWU

Implikationen für die Integrationsgewinne

Korreferat von R o l a n d V a u b e l, Mannheim

Vera Dietrich beklagt zu Recht, daß „im neoklassischen Modell ... vom Einfluß institutioneller Faktoren ... abstrahiert wird“.¹ Dies gilt jedoch nicht für die Klassik. Auf dem Weg von Adam Smith zu Léon Walras ist Wichtiges verloren gegangen. Mit Dietrich's Kritik an den neoklassischen Annahmen (keine Transaktionskosten, vollkommene Voraussicht) stimme ich vollkommen überein.

Es ist natürlich auch richtig, daß Heterogenität die Informationskosten erhöht. Dies gilt allerdings nicht nur für Institutionen, sondern auch für Produkte und Produktqualitäten im Markt. Wenn es in erster Linie darum ginge, die Informationskosten gering zu halten, dürfte es immer nur eine Produktqualität geben und die Anzahl der Produkte müßte so gering wie möglich sein. Wenn außerdem noch die Transaktionskosten und Risiken, die mit dem Abschluß und der Durchsetzung von Verträgen verbunden sind, minimiert werden sollten, dürften wir überhaupt keine Transaktionen zwischen Firmen haben. Das Resultat wäre ein allumfassendes Monopol – wahrscheinlich ein staatliches.

Weshalb ist diese Wunschvorstellung nicht sehr weit verbreitet? Vera Dietrich könnte im Rahmen ihrer Argumentation antworten: weil der Wettbewerb gewisse Vorzüge hat. Aber weshalb beschränken wir nicht die Zahl der Produkte – sagen wir auf gewisse Grundbedürfnisse – und lassen für jedes erlaubte Produkt nur eine Produktqualität zu? Diese Produktqualität müßte natürlich in allen Staaten der Europäischen Union vorgeschrieben sein, damit beim Kauf eines importierten Produkts oder bei einer Auslandsreise keine zusätzlichen Informationskosten entstehen. (Es gibt Ökonomen, die allen Ernstes die europäische Trinkwasserrichtlinie auf diese Weise zu begründen versuchen.)

¹ So jedenfalls in der Einleitung; in Abschnitt 4.2 vertritt sie stattdessen die Auffassung, daß sich „das beschriebene Modell des institutionellen Wettbewerbs ... in einem neoklassischen Argumentationsrahmen ... bewegt“.

Der entscheidende Punkt ist, daß die Qualitätsunterschiede auf Präferenzunterschieden beruhen. Wo die Nachfrage heterogen ist, sollte auch das Angebot heterogen sein. Das ist aber nicht nur bei Marktgütern so, sondern auch bei Institutionen. Der Gedanke, daß die Menschen – und auch Gruppen von Menschen – verschieden sein könnten, kommt erstaunlicherweise in Dietrich's Referat nicht vor. Ich verstehe nicht, wie man eine Abhandlung über die Heterogenität von Institutionen schreiben kann, ohne die Heterogenität der Präferenzen zumindest in Betracht zu ziehen.

Bei Institutionen spielen Nachfrageunterschiede sogar noch eine größere Rolle als bei handelbaren Marktgütern. Das liegt daran, daß die öffentlichen Güter, die von staatlichen Institutionen bereitgestellt werden, allen Bürgern in gleicher Menge angeboten werden müssen und typischerweise nicht handelbar sind. Das heißt: bei öffentlichen Gütern begründet schon die Tatsache, daß die Bürger je nach Region unterschiedliche Mengen nachfragen, eine Heterogenität der staatlichen Institutionen. Im Markt dagegen kann ein und derselbe Anbieter problemlos verschiedene Nachfrager mit unterschiedlichen Mengen seiner Produkte versorgen.

In der Europäischen Union existieren erhebliche wirtschaftliche und kulturelle Unterschiede zwischen den Bürgern der verschiedenen Mitgliedstaaten. Wenn es so etwas wie eine Einkommenselastizität der Nachfrage gibt und dieses Konzept auch auf öffentliche Güter anwendbar ist, so springen als erstes die enormen internationalen und interregionalen Einkommensunterschiede ins Auge. Das Pro-Kopf-Einkommen in Portugal oder Griechenland beträgt ein Viertel des luxemburgischen und ein Drittel des dänischen. Auch zu Kaufkraftparitäten sind die Einkommensunterschiede enorm. Am Variationskoeffizienten gemessen sind sie real etwa zehnmal so groß wie zwischen den neun Großregionen der USA, und sie haben im Zeitverlauf kaum abgenommen.² Noch deutlicher sind die Einkommensunterschiede zwischen den Regionen. In der einkommensstärksten Region (Hamburg) ist das Pro-Kopf-Einkommen sechsmal so hoch wie beim Schlußlicht, der griechischen Provinz Vasilicata. Die Unterschiede zwischen den Regionen haben sogar – am Gini-Koeffizienten gemessen – seit der ersten Hälfte der Achtziger Jahre noch zugenommen.³

² Barry Eichengreen, Is Europe an Optimum Currency Area? in: Silvio Borner (Hg.), *The European Community after 1992: Perspectives from the Outside*, Macmillan: London 1992, S. 138 – 161.

³ Europäische Kommission, *Erster Kohäsionsbericht*, Brüssel 1996.

Vera Dietrich kritisiert, daß „die Unterschiede in den nationalen Institutionen ... Verzerrungen auf den Gütermärkten (hervorrufen)“ (S. 168). Berücksichtigt man aber die Existenz von Präferenzunterschieden, so sind Unterschiede in den nationalen Institutionen effizient, und es macht keinen Sinn, sie als Ursache von Verzerrungen zu bezeichnen. Die institutionellen Eigenheiten sind Standortmerkmale wie das Klima oder die Bodenbeschaffenheit. Sie begründen komparative Vorteile oder Nachteile. Institutionelle Unterschiede sind zwar vom Menschen gestaltbar. Aber soweit sie präferenzkonform sind, ist nicht ihre Existenz, sondern ihre Beseitigung eine Verzerrung.

Man kann auch nicht sagen, daß der Wettbewerb zwischen heterogenen Institutionen „inhärent instabil“ ist (S. 168). Die Heterogenität bringt zwar gewisse Informationskosten und Risiken mit sich, diese sind aber schlicht der Preis, den man für ein präferenzkonformes Angebot zahlen muß – im Markt wie im institutionellen Bereich. Die Existenz von Kosten impliziert nicht, daß das Gleichgewicht instabil ist.

Es ist natürlich möglich, daß die Kosten der Heterogenität im Einzelfall höher sind als der Nutzen. Es gilt analog, was Vera Dietrich über die dynamischen Vorteile des Systemwettbewerbs schreibt: „(Es) ist nicht gesichert, daß die statischen Effizienz Nachteile durch dynamische Effizienzgewinne überkompensiert werden“ (s. vorläufige Fassung des Abschnitts 5). Aber kann der Umstand, daß dies nicht gesichert ist, ein Einwand sein?

Ich meine, hier liegt eine methodologische Verwechslung vor. Sicherheit gibt es nur in der Logik – dort, wo es um Tautologien geht. Ob die Kosten eines Gutes größer als der Nutzen sind oder ob es sich umgekehrt verhält, ist eine empirische Frage. Es bleibt daher nur die Möglichkeit, die konkurrierenden Hypothesen empirisch zu testen. Sicherheit ist auf diese Weise nicht zu erlangen. Was besagt die empirische Evidenz? Ich nenne drei Beispiele.⁴

Für den institutionellen Wettbewerb spricht erstens der Aufstieg Europas seit etwa 1500 – das sogenannte „Wunder Europa“.⁵ Wie Immanuel Kant, Edward Gibbon, Max Weber, aber neuerdings auch Eric Jones, Douglass North und viele andere gezeigt haben, war es der Wettbe-

⁴ Vgl. außerdem die historischen Fallstudien in Peter Bernholz, Manfred E. Streit, Roland Vaubel (Hg.), *Political Competition, Innovation and Growth: A Historical Analysis*, Springer: Berlin, Heidelberg (erscheint im September 1998).

⁵ So der Titel des Buches von Eric L. Jones, *The European Miracle*, Cambridge 1981, dt.: *Das Wunder Europa*, Tübingen 1991.

werb zwischen den Herrschern der verschiedenen Staaten, der die Aufklärung, den wissenschaftlich-technischen Fortschritt und die Industrielle Revolution in Europa möglich gemacht hat.

Ein weiterer Test ist die Erfolgsgeschichte der Marktintegration in der Europäischen Gemeinschaft. Denn solange die Öffnung der Märkte nicht mit einer weitreichenden politischen Zentralisierung einherging, hat sie nicht nur den Wettbewerb zwischen den Unternehmen, sondern auch den institutionellen Wettbewerb zwischen den Regierungen der Mitgliedstaaten gestärkt.

Schließlich hilft ein Vergleich zwischen den Entwicklungsstrategien Lateinamerikas und Ostasiens: hier große Länder, die sich abkapselten und Importsubstitution betrieben, dort kleine Länder, die sich dem Wettbewerb des Weltmarkts stellten.⁶ An dem Testergebnis, daß Ostasien diesen Vergleich gewonnen hat, ändert auch die derzeitige Finanzkrise nichts. Sie zeigt nur erneut, welchen Schaden angeblich feste, in Wirklichkeit aber veränderliche Wechselkurse anrichten können.

Der institutionelle Wettbewerb zwischen den Herrschern der verschiedenen Staaten sollte – wie jeder Wettbewerb – von einer übergeordneten Institution – einer Art Wettbewerbsbehörde – geschützt werden. Dazu bedarf es einer internationalen – z. B. einer europäischen – Institution. Beschränkungen des institutionellen Wettbewerbs durch Krieg, Protektionismus oder internationale Politikerkartelle müssen verhindert werden. Leider sind die Institutionen der Europäischen Union dafür nicht geeignet, denn sie sind selbst an einer Kartellierung und Monopolisierung der wirtschaftspolitischen Kompetenzen interessiert. Eine Europäische Kommission für Institutionellen Wettbewerb müßte von den Institutionen der Europäischen Union unabhängig sein.⁷ Sie könnte z. B. – wie Hayek's Dritte Kammer⁸ – direkt von den Bürgern Europas gewählt werden.

Ob die Durchsetzungsmacht der Europäischen Union – wie Vera Dietrich meint – gestärkt werden sollte, hängt eben davon ab, ob die Union das Richtige durchsetzen will.

⁶ Vgl. Juergen B. Donges, Lotte Müller-Ohlens, Außenwirtschaftsstrategien und Industrialisierung in Entwicklungsländern, Tübingen 1978.

⁷ Vgl. hierzu R. Vaubel, „Enforcing Competition Among Governments: Theory and Application to the European Union“, U. Mannheim, 1998.

⁸ Friedrich A. v. Hayek, Economic Freedom and Representative Government, Occasional Paper 39, Institute of Economic Affairs, London 1973.

Abstract**Institutions, Competition and Structural Change in the EMU:
Impact on Welfare Gains**

Comment by R o l a n d V a u b e l

Heterogeneity raises information cost not only in the public sector but also in the market. Nevertheless, product diversity is usually considered as an efficient response to differences in preferences. In the case of public goods, even differences in demanded quantities justify decentralization of supply. The demand for public goods is income-elastic. International and interregional income differentials are very large in the European Union. Many case studies from history suggest that the benefits of institutional competition outweigh the information and transaction costs of institutional heterogeneity.

*JEL classification: F 02, H 11, H 41**Universität Mannheim, A 5, D-68131 Mannheim, Germany*

Forum IV

Lohnpolitik und Beschäftigung in der EWWU

Der europäische Arbeitsmarkt im Zeichen des Euro

Simulationen von lohnpolitischen Strategien

Von **Gustav A. Horn, Wolfgang Scheremet**
und **Rudolf Zwiener, Berlin**

1. Wirtschaftspolitik im Zeichen der Währungsunion

Der Weg zur europäischen Währungsunion ist vorgezeichnet. Die Entscheidung anhand der im Vertrag von Maastricht festgelegten Kriterien ist gefallen. Die wirtschaftspolitische Debatte in der jüngsten Zeit kreiste denn auch um die Frage, welche Länder die Kriterien, insbesondere das fiskalische Kriterium, erfüllen werden und welche nicht. So notwendig diese Auseinandersetzungen sein mögen, wichtig ist auch zu bedenken, welche gravierenden Veränderungen in Europa mit der Einführung einer gemeinsamen Währung eintreten werden. Schließlich geht mit der Währungsunion eine grundlegende Wandlung Europas einher. Aus der bislang existierenden Vielfalt kleinerer, allenfalls mittlerer, stark außenwirtschaftlich ausgerichteter Volkswirtschaften entsteht ein großer, primär binnenwirtschaftlich orientierter Währungsraum. Damit verändern sich auch die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen. National ausgerichtete Wirtschaftspolitik unterliegt nun veränderten Restriktionen.

Schon im Vorfeld der Währungsunion war mit der Einführung des Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) eine wirklich eigenständige nationale Geldpolitik für alle Teilnehmerstaaten außer Deutschland nicht mehr möglich. Auch für eine eigenständige nationale Finanzpolitik wurde mit dem Vertrag von Maastricht und, noch deutlicher, mit dem Stabilitätspakt von Dublin und dem Vertrag von Amsterdam der Spielraum eingeengt, in dem Obergrenzen für die Defizitausweitung und den Schuldenstand vorgeschrieben wurden.

Die künftige Ausrichtung der Lohnpolitik spielt in den vertraglichen Vereinbarungen keine Rolle. Dies könnte als Hinweis dafür genommen werden, daß in Zukunft Lohnpolitik auch weiter im nationalen Rahmen und unter nationalen Gesichtspunkten betrieben werden kann und

sollte. Aber kann dies noch gelten angesichts der Tatsache, daß die Inflationsraten in einem gemeinsamen Währungsraum nicht beliebig divergieren können? Erzwingt nicht gerade die gemeinsame Währung auch eine gemeinsame Lohnpolitik? Hinzu kommt, daß nicht nur die Lohnpolitik im engeren Sinne von diesen Fragen tangiert wird, sondern auch die Systeme der sozialen Sicherung und der gesamte Bereich der nicht-lohnbezogenen Arbeitskosten. Denn dies alles zusammen determiniert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der teilnehmenden Volkswirtschaften.

Von der Antwort auf diese Fragen hängt nichts weniger als die zukünftige wirtschaftliche Stabilität in Europa ab. Falsche Weichenstellungen werden die Akzeptanz der Währungsunion rasch schwinden lassen und es dürfte dann fraglich sein, ob die gemeinsame Währung über einen längeren Zeitraum Bestand hat. Möglich wäre auch, daß Transfers für Länder gefordert würden, deren Entwicklung besonders unbefriedigend verläuft und mit denen dann die übrigen Teilnehmer belastet wären.

Welche Strategie für Europa sinnvoll ist, soll daran gemessen werden, ob durch eine bestimmte Lohnpolitik Wachstum und Beschäftigung in ganz Europa gefördert werden. Dies geschieht, indem anhand eines ökonometrischen Mehr-Länder-Modells Simulationen durchgeführt werden, die von verschiedenen lohnpolitischen Strategien ausgehen. Hier zeigen sich die Vorteile einer eng an der gesamtwirtschaftlichen Produktivität orientierten Lohnbildung deutlich. Dieses Ergebnis steht in starkem Kontrast zu den Konzepten, die derzeit wirtschaftspolitisch empfohlen werden. Sie widersprechen fundamental der These von der vermeintlichen Vorteilhaftigkeit von Lohnsenkungswettläufen, weil bei diesen niemand gewinnen kann und das Ergebnis Deflation heißt. Sie widersprechen insbesondere solchen neoklassischen Vorstellungen, die über niedrigere Reallöhne beschäftigungsfördernde Substitutionsprozesse in Gang setzen wollen. In diesem Fall sind Wachstumsverluste zu erwarten und eine Konvergenz ist ausgeschlossen.

2. Der Simulationsaufbau

Die Simulationen wurden mit Hilfe des Oxford Economic Forecasting (OEF) Modells durchgeführt. Das OEF-Modell ist ein ökonometrisches Mehr-Länder-Modell, das die wesentlichen ökonomischen Beziehungen zwischen den Volkswirtschaften, die Handelsströme, Zinsen und Wechselkurse umfaßt.¹

Der Produktionsteil des Modells, über den die Beschäftigung bestimmt wird, enthält sowohl die Reallöhne als auch die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukt (BIP) als Determinanten, wobei als langfristige Lösung des Modells keine ökonometrisch, also auf Daten basierende, geschätzte Gleichung Verwendung findet, sondern ein aus theoretischen Überlegungen neoklassischer Prägung hergeleitetes Gleichgewicht unterstellt wird. Folglich erklären vor allem auf längere Sicht Substitutionseffekte einen wesentlichen Teil der Beschäftigungsentwicklung.² Dies ist im Rahmen eines neoklassischen Produktionsmodells konsistent. Andere, keynesianische Sichtweisen des Arbeitsmarktes schätzen die Bedeutung von spillover Effekten vom Güter- zum Arbeitsmarkt wesentlich höher ein, so daß es im Rahmen dieser Ansätze eine enge Verknüpfung zwischen Wachstum und Beschäftigung gibt. Hinzu kommt, daß Substitutionseffekte auch theoretisch nur dann möglich sind, wenn z. B. Reallohnsteigerungen einen Investitionsschub auslösen, durch den die Kapitalintensität der Produktion deutlich erhöht wird, während der Arbeitseinsatz zurückgeht. Diese Verbindung ist aber im OEF-Modell nur indirekt enthalten, da die Investitionsfunktion im wesentlichen auf Wachstums- und Gewinngrößen basiert, nicht aber auf den relativen Faktorkosten, wie dies in dieser Klasse von Modellen eigentlich erforderlich wäre. Insofern ist selbst die neoklassische Sicht im Rahmen des OEF-Modells nicht vollständig dargestellt. Gleichwohl soll eine Kette von Simulationen durchgeführt werden, die neoklassische Vorschläge zur Erhöhung der Beschäftigung aufgreift und ihre Implikationen aufzeigt. Die ausgewiesenen Beschäftigungseffekte sind im Hinblick auf ihre Abweichung von den Wachstumsraten des BIP allerdings als Extremfälle zu betrachten.

Die Simulationen sollen zum einen die Effekte erfassen, die unmittelbar mit der Währungsunion verbunden sind. Zum zweiten sollen mögliche Auswirkungen verschiedener Strategien auf dem Arbeitsmarkt untersucht werden. Im Mittelpunkt stehen dabei die Lohnfindung und die Systeme sozialer Sicherung. Schließlich wird die Reaktion verschiedener Lohnfunktionen auf Schocks simuliert.

¹ Oxford Economic Forecasting (1996): World Economic Prospects, Summer, Oxford.

² Die Beschäftigungsgleichung weist eine error-correction Spezifikation auf, bei der das Reallohnniveau in gleicher Weise wie das BIP in den error correction term Eingang findet. Die kurzfristige Entwicklung wird primär von den Wachstumsraten des BIP und in einem wesentlich geringeren Umfang durch Veränderungen der Reallöhne bestimmt.

Ausgangsbasis für die Simulation der Währungsunion ist die Annahme, die durch die jüngsten Entscheidungen bestätigt wurde, daß 11 Länder an der Währungsunion teilnehmen werden. Dies sind alle EU Länder außer Griechenland, das die Kriterien für einen Beitritt bei weitem nicht erfüllt, sowie Schweden, Dänemark und Großbritannien, die aus politischen Gründen nicht beitreten wollen und in der Konsequenz wie Großbritannien und Schweden nicht dem Wechselkurssystem des EWS angehören. Sie verfehlen damit das Wechselkurskriterium für den Beitritt.

Eine wichtige Entscheidung ist die über die Umstellungskurse für die einzelnen Währungen zu Beginn der Währungsunion. In den Simulationen wird davon ausgegangen, daß eine Entscheidung für relativ „marktnahe“ Kurse gefällt wird.³ Aus diesem Grund wird unterstellt, daß der sich im 1. Quartal 1999 aus der Basissimulation ohne Währungsunion ergebende Wechselkurs auch der Umstellungskurs für den Euro ist. Diese Setzung impliziert, daß der Umstellungskurs entsprechend den Signalen auf den Devisenmärkten gewählt wird. Damit treten hier keine Friktionen durch Spekulationsgeschäfte auf.

Mit der Einführung einer einheitlichen europäischen Währung reduziert sich für die international tätigen Firmen die Unsicherheit im inner-europäischen Handel. Dies kommt einer Senkung ihrer Transaktionskosten gleich und sollte sich in einem verstärkten Investitionsverhalten niederschlagen. Daher wurde in Anlehnung an andere Studien ein positiver Aufschlag auf die Investitionen in Höhe von 5% über zwei Jahre exogen in das Modell implementiert.⁴

Die europäische Zentralbank wird sich am Beginn ihrer Tätigkeit mit hoher Wahrscheinlichkeit dem Verdacht ausgesetzt sehen, daß sie die Bekämpfung von Inflation nicht energisch genug betreiben würde. In der vorliegenden Simulation wird unterstellt, daß sie, um diesen Befürchtungen zu begegnen und Glaubwürdigkeit zu erlangen, anfänglich, d. h. für zwei Jahre, ihren Kurs besonders prononciert auf Preisstabilität ausrichtet. Im Rahmen der hier verwendeten Reaktionsfunktion wurde dies über eine Erhöhung des Realzinses um einen halben Prozentpunkt abgebildet.

³ Mittlerweile wurde beschlossen, daß die Umstellungskurse gleichzeitig mit der Auswahl der teilnehmenden Ländern festgelegt werden. Da alle potentiellen Teilnehmer dem EWS angehören, und nur relativ geringe Schwankungen ihrer Wechselkurse zulässig sind, entspricht dies in etwa der oben gemachten Annahme.

⁴ Vgl. hierzu z. B. Baumgartner, J./Breuss, F./Kramer, H./Walterskirchen, E. (1997): Auswirkungen der Wirtschafts- und Währungsunion, WIFO-Manuskript.

Auf der Basis dieser Annahmen wurden die Effekte der Währungsunion mit dem oben dargestellten modifizierten OEF-Modell berechnet (Simulation EMU1a). Dabei wurde darauf geachtet, daß die Neuverschuldung des Staates unter 4% des BIP blieb, um den im Stabilitätspakt von Dublin festgelegten Kriterien etwa gerecht zu werden. Eine strengere Auslegung dieses Paktes erschien angesichts des komplizierten Abstimmungsmechanismus eher unwahrscheinlich.

Häufig wird behauptet, daß allein eine massive Senkung der Arbeitskosten in Europa zur Überwindung der Beschäftigungsprobleme führen könne. Ein wesentliches Element einer solchen Strategie müßte eine Lohnsenkung sein. Dabei stellt sich die Frage, welche Art von Lohnsenkungen gemeint ist. Üblicherweise wird im Rahmen der neoklassischen Theorie von einer beschäftigungsfördernden Wirkung von Reallohnsenkungen ausgegangen. Eine Veränderung der Reallöhne steht zunächst aber weder in der Macht der Gewerkschaften noch der Unternehmer, die lediglich ein Verhandlungsergebnis über Nominallöhne erzielen können. Welcher Reallohn sich dann einstellt, folgt aus den Transaktionen auf dem Gütermarkt. Folglich wird zur Abbildung einer Lohnsenkungsstrategie zunächst eine Reihe von Simulationen durchgeführt, die von Nominallohnsenkungen um 10% im Vergleich zum Referenzszenario ausgehen (EMU2). Dabei werden drei Varianten simuliert. Um zu ermitteln, ob sich für ein einzelnes Land der Übergang zu niedrigeren Nominallöhnen – gemessen an BIP-Wachstumseffekten – lohnt, wird zunächst unterstellt, daß eine derartige Lohnsenkung nur in Deutschland stattfindet (EMU2a), während alle übrigen Länder bei einer Lohnfindung bleiben, wie sie sich in den geschätzten Lohnfunktionen wiederfindet. Da Deutschland als eine im europäischen Maßstab große Volkswirtschaft erhebliche Wechselwirkungen mit den übrigen europäischen Ländern aufweist, sind die Ergebnisse nicht repräsentativ für eine kleine Volkswirtschaft, für die die Rückkoppelungseffekte geringer sind. Daher können in diesem Fall auch die Anreize zu einer derartigen Lohnfindung anders gelagert sein. Um dies zu erfassen, wird als zweite Variante simuliert, daß lediglich die Niederlande als relativ kleine Volkswirtschaft Nominallohnsenkungen durchführen (EMU2b). Schließlich wird unterstellt, daß alle Teilnehmer an der Währungsunion eine gleichartige Lohnsenkung vornehmen (EMU2c). Diese Simulation enthüllt dann die gesamteuropäischen Effekte dieser Vorgehensweise.

Um die neoklassischen Vorschläge zur Beschäftigungssausweitung zu illustrieren, wurden auch Reallohnsenkungen um 10% im Vergleich zum

Referenzszenario in der gleichen Weise wie die Nominallohnsenkungen simuliert (EMU3a-c). Dies ist nur möglich, indem die Gleichung für die Preisbildung im OEF-Modell außer Kraft gesetzt wurde; ein für jedes Modell schwerwiegender Eingriff. Unterstellt wurde, daß wie in den Simulationen EMU2 die Nominallöhne um 10 % unter ihr Referenzniveau gesenkt werden, die Preise aber im Unterschied zu EMU2 auf dem Referenzpfad bleiben. Alternativ wäre auch eine stärkere Senkung des Nominallohnlevels bei leicht sinkenden Preisen denkbar. Im wesentlichen dürften die Effekte wegen der Linearität des Modells die gleichen bleiben. Mit einem solchen Vorgehen ist die für das OEF-Modell zentrale Annahme einer auf längere Sicht bestehenden Homogenität von Preis- und Lohnbildung verletzt. Dies wirft Probleme im Hinblick auf eine Interpretation auf, bei der von einer Wettbewerbssituation auf den Gütermärkten ausgegangen wird. In diesem Fall müßten sich nämlich gerade als Folge des Konkurrenzdrucks die Preise mit den Löhnen auch ändern.

Ein weiteres wichtiges Element der Arbeitskostensenkung besteht in der Reform der Systeme der sozialen Sicherung. Einmal könnten einzelne Länder der EWWU versuchen, durch eine Umstellung von lohnbezogenen Beiträgen zur Sozialversicherung auf Steuern, insbesondere die Mehrwertsteuer, die Arbeitskosten zu senken, ohne an anderer Stelle die Exportwirtschaft zu belasten. Eine solche Umstellung der Finanzierung verspricht auf den ersten Blick Wettbewerbsvorteile für ein einzelnes Land. Sie soll in der Weise modelliert werden, daß zum einen nur in Deutschland die Beitragssätze zur Sozialversicherung um 3 %-Punkte gesenkt und gleichzeitig die indirekten Steuern etwa aufkommensneutral erhöht werden (EMU4a). In weiteren Simulationen wird die gleiche Maßnahmenkombination entweder nur in Frankreich (EMU4b) oder gleichzeitig in Deutschland, Frankreich und Italien durchgeführt (EMU4c).

Ein wesentliches Element einer europäischen Lohnpolitik sollte die Produktivitätsorientierung sein. Um die Vorteile einer produktivitätsorientierten Lohnbildung in Relation zu den bestehenden Formen aufzuzeigen, wird eine Simulation (EMU5) dargestellt, bei der die Nominallohnentwicklung sich direkt am Produktivitätswachstum orientiert. Dabei handelt es sich um die tatsächliche Produktivität, nicht aber um die potentielle. Letztere ist im Modell nicht enthalten. Dies ist einerseits eine recht extreme Ausrichtung, da sie der Lohnpolitik eine erhebliche Flexibilität abverlangt, um auf die im Konjunkturverlauf beträchtlichen Produktivitätsschwankungen zu reagieren, die allerdings vom Modell eher unterzeichnet werden. Ferner wird vernachlässigt, daß die Löhne

unabhängig von der Produktivitätsentwicklung in Höhe einer tolerierten Inflationsrate zunehmen können. Im Grunde spiegelt daher eine derartige Strategie eine erhebliche lohnpolitische Zurückhaltung wider. Mit Hilfe dieser Simulation soll deutlich werden, welche Effekte von einer derartigen Lohnbildung zu erwarten sind. Um die unterschiedliche Anreizstruktur für große und kleine Länder sowie für Europa insgesamt zu erfassen, sind wieder drei Varianten simuliert worden. In der ersten findet der Übergang zur produktivitätsorientierten Lohnbildung nur in Deutschland statt (EMU5a). Diese Simulation soll die Effekte eines isolierten Vorgehens aufzeigen. Als zweite Version wird unterstellt, daß nur in den großen Ländern der EWWU (Deutschland, Frankreich und Italien) diese Form von Lohnbildung angewandt würde (EMU5b). Schließlich wurde sie für alle EWWU-Länder unterstellt.⁵

Die einzelnen Simulationen sind in folgender Übersicht zusammengefaßt.

Name	Beschreibung	Annahmen
BASIS0	Basissimulation	OEF-Basis mit Modifikationen
EMU1a	Währungsunion	wie BASIS0 mit EWWU
EMU2a	Nominallohnsenkung	wie EMU1 nur mit 10% niedrigeren Nominallöhnen in Deutschland
EMU2b	Nominallohnsenkung	wie EMU2a nur in den Niederlanden
EMU2c	Nominallohnsenkung	wie EMU2a in allen EWWU-Ländern
EMU3a	Reallohnsenkung	wie EMU1a Reallöhnen in Deutschland
EMU3b	Reallohnsenkung	wie EMU3a nur in den Niederlanden
EMU3c	Reallohnsenkung	wie EMU3a in allen EWWU-Ländern
EMU4a	Sozialsysteme	wie EMU1a, ansonsten niedrigere Beitragssätze und höhere indirekte Steuern in Deutschland
EMU4b	Sozialsysteme	wie EMU4a nur in Frankreich
EMU4c	Sozialsysteme	wie EMU4a in Deutschland, Frankreich und Italien
EMU5a	Produktivitätsregel	wie EMU1a nur mit Produktivitätsorientierung der Lohnbildung in Deutschland
EMU5b	Produktivitätsregel	wie EMU5a nur in den Deutschland, Frankreich, Italien
EMU5c	Produktivitätsregel	wie EMU5a in allen EWWU-Ländern

⁵ Außer in Österreich. Bei einer Veränderung der Lohnbildung dort konvergierte das OEF-Modell nicht mehr.

3. Die Effekte der Währungsunion

3.1 Die Basisimulation

Unter den oben dargestellten Voraussetzungen sind im unmittelbaren Gefolge der Währungsunion für Europa insgesamt nur geringe Wachstums- und Beschäftigungseffekte zu erwarten. Sie bewegen sich in einer Größenordnung von weniger als einem halben Prozent im Vergleich zum Referenzszenario ohne Währungsunion (EMU1a zu Basis0) (Siehe Tabelle 1 und Abbildung 1 - 4 im Anhang). Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, daß mit dieser Simulation lediglich die Effekte aus der Währungsunion erfaßt werden sollen, nicht aber die der Einrichtung des Binnenmarktes. Daher sind die Impulse, die z. B. von der Liberalisierung des Binnenhandels ausgingen, hier nicht berücksichtigt. Umgekehrt sind auch die Kosten der Konvergenz nicht erfaßt. Diese drücken sich in den Folgen der restriktiven Geld- und Fiskalpolitik aus, die in jenen Ländern erforderlich war, in denen die Inflationsrate bzw. das öffentliche Haushaltsdefizit über den im Vertrag von Maastricht festgelegten Kriterien lag. Diese Fragestellung war jedoch nicht Gegenstand der Untersuchung. Hier sind nur jene Effekte erfaßt, die unmittelbar mit der Währungsunion und der nach ihrem Beginn eingeschlagenen Politik verbunden sind.

Von entscheidender Bedeutung für die Folgen der Währungsunion ist der Stand der Konvergenz zum Zeitpunkt der Währungsunion, und von welchem Ausgangspunkt die entsprechenden Länder sich dorthin bewegen. Beides ist maßgeblich für die Wachstumseffekte unmittelbar nach Beginn der Währungsunion. Insbesondere Länder wie Spanien und Italien, auf deren Arbeitsmärkten noch in den achtziger Jahren Lohnsteigerungen vereinbart wurden, die zu vergleichsweise hohen Inflationsraten führten, erzielten durch die Währungsunion merkbare Wachstumsvorteile, weil sie die relativ größten Fortschritte im Konvergenzprozeß erzielt haben, auch wenn insbesondere im Fall Spaniens dieser noch nicht vollständig abgeschlossen ist. Wegen ihrer in der Vergangenheit wenig stabilitätsorientierten Lohnbildung waren die Zinssätze auf den Geld- und Kapitalmärkten dieser Länder hoch. Sie würden auch tendenziell hoch im Vergleich zu den übrigen Ländern bleiben, käme die Währungsunion nicht oder würden sie nicht an ihr teilnehmen. Bereits die Chance ihrer Teilnahme an der Währungsunion und dem damit verbundenen Wegfall von Wechselkursanpassungen hat schon im Vorfeld der Währungsunion niedrigere Inflationsraten erzwungen. Dies ging im Fall Spaniens nur durch den Druck einer erheblich höheren Arbeitslosigkeit als im Rest der EWWU-Länder. Deshalb sind mit Beginn der Währungsuni-

on die Zinsen erheblich niedriger als im Referenzszenario, und dies führt anfänglich zu einem vergleichsweise hohen Wachstumsgewinn durch die Währungsunion in diesen Ländern. Damit werden jene Länder, die sich besonders um die Einhaltung der europäischen Stabilitätsziele durch fundamentale Änderungen in der Art der Lohnfindung bemühen mußten, mit der Währungsunion besonders belohnt. Die Ergebnisse zeigen aber auch, daß die positive Entwicklung nicht anhält, gerade weil die Konvergenz der Lohnbildung – nach den hier ermittelten Lohnfunktionen – in diesen Ländern noch nicht abgeschlossen ist. Das leicht stärkere Wachstum löst im Vergleich zu den übrigen Ländern höhere Lohnsteigerungen aus, die sich dann in einer verminderten Wettbewerbsfähigkeit vor allem der italienischen Wirtschaft niederschlagen: Ein Rückgang der Exporte und eine Erhöhung der Importe im Vergleich zum Referenzszenario ist die Folge, so daß letztlich, und im Durchschnitt, kein großer Unterschied zu anderen Ländern mehr festzustellen ist.

Die übrigen Länder, deren Anpassungsbedarf nicht so hoch war, erreichen einen Wachstumsschub von etwa einem halben Prozentpunkt durch die Währungsunion, der gegen Ende der Simulationsperiode wegen des auslaufenden Investitionsimpulses in der Regel leicht zurückgeht. In Frankreich sind die höchsten Wachstumsgewinne durch die Währungsunion zu verzeichnen, weil hier die Lohnbildung anders als z. B. in Deutschland im Laufe des Simulationszeitraum den Konsum stabilisiert, so daß auch nach dem anfänglichen Investitionsschub, nunmehr getragen durch den privaten Verbrauch, ein Wachstumseffekt von zeitweilig über einem Prozentpunkt festzustellen ist. In Deutschland hingegen gehen nach etwa drei Jahren kaum noch positive Wachstumseffekte von der Währungsunion aus. Gleichwohl ist für die großen EWWU-Länder mit einem durchschnittlichen Wachstumsschub während des Simulationszeitraums von gut einem halben Prozentpunkt im Vergleich zum Referenzszenario zu rechnen. Damit sind die Effekte hier deutlich geringer als bei anderen Untersuchungen⁶, die aber zumeist auch noch Auswirkungen der Errichtung des Binnenmarktes berücksichtigen.

3.2 Nominallohnsenkungen

Um die quantitativen Effekte einer Strategie der Senkung der Arbeitskosten zu zeigen, wurde in einem Bündel (EMU2) von Simulationen un-

⁶ Vgl. z. B. Baumgartner, J. / Breuss, F. / Kramer, H. / Walterskirchen, E. (1997): Auswirkungen der Wirtschafts- und Währungsunion, WIFO-Manuskript..

terstellt, daß die Nominallöhne in den EWWU-Ländern zu Beginn der Währungsunion um 10% gesenkt würden. Geschähe dies isoliert in Deutschland (EMU2a), würde das deutsche BIP zeitweilig um etwa 3% über dem Wert der Basissimulation für die Währungsunion (EMU1a) liegen; auf längere Sicht wäre ein Wachstumseffekt von immerhin noch gut 2% zu erwarten (Siehe Tabelle 2 - 3 und Abbildung 5 - 7 im Anhang). Im Durchschnitt ergibt sich ein Wachstums- und Beschäftigungssimpuls von fast 2% gegenüber der Basis. Ausschlaggebend für diese positive Entwicklung ist die verbesserte Konkurrenzfähigkeit gegenüber dem Ausland. So liegen die Exporte gerade in den ersten Jahren deutlich über dem Referenzniveau. Dank der niedrigeren Produktionskosten gewinnen die deutschen Firmen Marktanteile zu Lasten des Auslands.

Hinzu kommt aber noch ein weiterer wesentlicher Effekt. Infolge der Nominallohnsenkung sinken die Kosten der Unternehmen. Der Wettbewerb zwingt sie, die Kostensenkung letztlich in vollem Umfang an ihre Kunden weiterzugeben, so daß mit leichter Verzögerung auch die Preisentwicklung gedämpft wird. Dieser Prozeß hat zwei Auswirkungen. Anfänglich vermindert sich wegen der niedrigeren Nominaleinkommen und der verzögerten Preisdämpfung der private Verbrauch in Deutschland; dies mindert die Wachstumseffekte dort. Sobald dann aber die Preisdämpfungen spürbar werden, stabilisiert sich der private Verbrauch. Gleichzeitig lockert die Geldpolitik bei den niedrigeren Preissteigerungsraten ihren Kurs und senkt die Nominalzinsen. Dadurch entsteht auch in den übrigen Ländern, in denen die Löhne nicht strategisch gesenkt werden, ein spürbarer Konsum- und Investitionsimpuls, der die negativen aussenwirtschaftlichen Konsequenzen mindert. Im Laufe der Zeit schlägt aber die im Vergleich zu Deutschland verschlechterte Wettbewerbssituation immer stärker zu Buche, und die Entwicklung des BIP liegt dann in Ländern wie Frankreich und den Niederlanden unterhalb des Referenzpfades. Nur in Italien bleibt im Durchschnitt ein positiver Effekt bestehen. Hier vermögen Exporte nach Deutschland und die Zinsenkung, den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zu überspielen.

Die Ergebnisse zeigen, daß aus der Sicht eines einzelnen Landes eine solche Nominallohnsenkung positiv sowohl im Hinblick auf die Wachstums- als auch die Beschäftigungsentwicklung zu werten ist. Es zeigt sich aber auch, daß trotz der monetären Lockerung, die mit dieser Strategie gerade in einem großen Land verbunden ist, ein solches Vorgehen auf Dauer zu Lasten der übrigen EWWU-Länder geht. Insofern ist dieser Weg aus europäischer Sicht nicht tragfähig.

Etwas anders gelagert ist der Fall, wenn nur ein kleines Land wie die Niederlande diesen Weg einschlägt (EMU2b). Für die Niederlande selbst führt dies aus den gleichen Gründen wie für Deutschland zu einem eindeutig positiven Effekt. Zwar ist wegen des geringen Anteils der holländischen an der europäischen Preisentwicklung keine Lockerung der Geldpolitik zu erwarten, aber auch die negativen Konsequenzen einer Erhöhung der niederländischen Wettbewerbsfähigkeit fallen kaum ins Gewicht, so daß sich fast alle Länder im Hinblick auf Wachstum und Beschäftigung auf dem Referenzpfad bewegen. Das bedeutet, daß Nominallohnsenkungen eines kleinen Landes aus der Sicht dieses Landes positiv zu beurteilen wären, ohne daß sie gesamteuropäisch nennenswerte negative Konsequenzen hätten.

Tragfähiger wäre ein koordiniertes Vorgehen (EMU2c). Eine Senkung der Nominallöhne in allen Teilnehmerländern würde, besonders in Italien, wo die derzeitige Lohnbildung noch recht schwach auf Produktivitätsänderungen reagiert – zu einer Ausweitung von Produktion und Beschäftigung führen. Das Ausmaß ist allerdings geringer, als wenn die einzelnen Länder isoliert vorgehen würden. Für Europa als Ganzes ist der Effekt jedoch positiver. Dies liegt zum einen an der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Nicht-EWWU-Ländern und zum anderen an der stärkeren Lockerung der Geldpolitik infolge der niedrigeren Inflationsraten. Beides zusammen läßt sowohl Exporte, privaten Verbrauch und die Investitionen je nach Ausgeprägtheit der Zinsreagibilität in den einzelnen Ländern zunehmen.

Diese Simulationen zeigen, daß bei einem – im Rahmen der Simulationen mechanisch abgestimmten – Zusammenspiel von moderater Lohnpolitik und akkommodierender Geldpolitik nennenswerte Wachstumseffekte möglich sind. Aber so empfehlenswert ein solches Vorgehen auf den ersten Blick auch erscheint, ist es doch mit einigen Risiken verbunden, die im Modell nur unvollkommen aufscheinen. In fast allen Ländern geht zu Beginn des Simulationszeitraums der private Verbrauch zurück, weil die Preise auf die Lohnsenkung nur verzögert reagieren. Bei der im Modell verwendeten Investitionsfunktion schlägt sich dies nicht in pessimistischeren Absatzerwartungen im Inland und einer hieraus folgenden Reduzierung des Investitionsniveaus nieder. Wäre dies aber der Fall, würden die positiven außenwirtschaftlichen Effekte gerade zu Beginn des Lohnsenkungsprozesses sehr leicht überkompensiert werden, und die Entwicklung verlief dann auf einem niedrigeren Wachstumspfad. Dann bestünde die Gefahr, daß eine deflationäre Entwicklung einsetzte;

es sei denn, die Geldpolitik würde nicht nur einen akkommodierenden, sondern sogar einen prononciert expansiven Kurs einschlagen. Gerade die Geldpolitik ist aber ein weiterer Risikofaktor im Rahmen dieser Strategie. Schließlich ist keineswegs gesichert, daß sie zu der für die Entfaltung der Wachstumseffekte notwendigen perfekten Akkommodation bereit ist, sondern vielleicht auch aus Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung vorsichtig reagiert. Dann aber unterbleibt die Ausnutzung des Wachstumspotentials. Dies zeigt, daß Vorschläge, die einen Lohnsenkungswettkampf empfehlen, die Risiken einer Stabilitätsverletzung durch Deflation zu gering einschätzen. Die Simulationsergebnisse illustrieren, daß mit der Anwendung einer solchen Strategie nach Beginn der Währungsunion die Inflationsgefahr, die von Abwertungswettkämpfen ausgeht, durch eine Deflationsgefahr abgelöst wird, hervorgerufen durch Lohnsenkungswettkämpfe.

3.3 Reallohnsenkungen

Folgt man neoklassischen Ansätzen, erscheinen Nominallohnsenkungen als nicht ausreichend für eine nachhaltige Belebung der Beschäftigung. Notwendig wäre demnach eine deutliche Senkung der Reallöhne, um den Arbeitsmarkt wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Diese Vorstellungen sollen hier ansatzweise simuliert werden. Das ist möglich, weil das OEF-Modell in seinem Produktionsteil neoklassischen Vorstellungen folgt. Daher wurde, wie oben beschrieben, eine Senkung der Reallöhne um 10% im Vergleich zum Referenzniveau implementiert (EMU3).

Würde Deutschland diesen Weg alleine gehen, wären nach den Berechnungen anhand des OEF-Modells tatsächlich eine Beschäftigungsausweitung von bis zu 6% und im Durchschnitt von über 5% im Vergleich zum Referenzszenario zu erwarten (EMU3a) (Tabellen 4 - 5 und Abbildung 8 - 9 im Anhang). Dieses Ergebnis fußt ausschließlich auf massiven Substitutionseffekten in Höhe von 10%, also mit einer Elastizität in Bezug auf die Reallohnsenkung von etwa eins. Gleichzeitig ergibt sich ein Wachstumseinbruch von 4% (gut 2% im Durchschnitt) im Vergleich zum Referenzniveau, der die Beschäftigungsausweitung entsprechend dämpft. Dieser Rückgang wird im wesentlichen durch einen drastischen Einbruch des Konsums ausgelöst. Denn die Beschäftigungsausweitung erfolgt erst mit Verzögerung von ein bis zwei Jahren auf die Reallohnsenkung. In dieser Phase sinken also die Realeinkommen beträchtlich

und die Haushalte reduzieren entsprechend ihre Ausgaben. Selbst danach kann die Beschäftigungsausweitung den Einkommensverlust nicht vollständig kompensieren. Die Substitution des Faktors Arbeit im Rahmen eines neoklassischen Modells impliziert schließlich einen Rückgang der Arbeitsproduktivität. Folglich müssen, sollen die Gewinne der Unternehmen nicht geschmälert werden, die realen Lohneinkommen sinken.

Auch die Investitionen sind angesichts des negativen Wachstumsimpulses rückläufig. Dabei wird dieser Effekt vom Modell sogar offensichtlich unterschätzt. Schließlich sind die massiven Substitutionseffekte zu Lasten des Faktors Kapital eigentlich nur dann möglich, wenn die Investitionen drastisch reduziert werden. Damit würde aber ein noch größerer Rückgang der Produktion wahrscheinlich, so daß die Beschäftigungseffekte wohl überschätzt sein dürften.

Diese Ergebnisse haben Bestand, wenn die analoge Simulation für die Niederlande als kleiner Volkswirtschaft durchgeführt wird (EMU3b). Für die Beschäftigung in den Niederlanden wären die Auswirkungen mit einem Zuwachs von zeitweilig etwa 6% (im Durchschnitt 4%) zunächst äußerst positiv. Die dort aber besonders massiven Wachstumseinbrüche von am Ende fast 8% reduzieren den Beschäftigungseffekt dann auf gut 2%. In den übrigen Ländern sind die Auswirkungen dagegen kaum spürbar. Verfolgten alle EWWU-Länder die gleiche Strategie, stellten sich Beschäftigungseffekte ähnlicher Größenordnung überall ein (EMU3c). Gleichzeitig würden in ganz Europa merkliche Wachstumseinbrüche zu verzeichnen sein.

Die Simulationsergebnisse zeigen unabhängig von den exakten Größenordnungen der quantitativen Ergebnisse, die aus den dargestellten Gründen zumindest zweifelhaft sind, daß Reallohnsenkungen als wirtschaftspolitische Strategie zur Senkung der Lohnkosten ein äußerst bedenkliches Vorgehen wären. Potentielle Beschäftigungserfolge würden nämlich mit deutlichen Wachstumsverlusten erkaufte. Deren Ursache besteht zum einen im Substitutionsprozess zugunsten des Faktors Arbeit, der eine wachstumsdämpfende Reduzierung der Investitionen erfordert. Dies hat zwei Konsequenzen. Zum einen wird mit den sinkenden Reallohn einkommen der private Verbrauch stark beeinträchtigt. Zum zweiten impliziert eine Reallohnsenkung eine Veränderung des Zusammenhangs zwischen Lohn- und Preisbildung. Anders als bei einer Nominallohnsenkung würden bei einer Reallohnsenkung die Vorteile niedrigerer Herstellungskosten nicht oder zumindest nicht vollständig an den Markt

weitergegeben. Damit gewinnen die einzelnen Firmen, auch wenn ihr Stückgewinn steigt, nicht an preislicher Wettbewerbsfähigkeit und können aus diesem Grund weder im Inland noch auf den internationalen Märkten ihren Absatz und ihre Produktion steigern. Damit entfällt aber ein wesentliches stabilisierendes Element, das im Fall von Nominallohnsenkungen für eine positive Wachstumsentwicklung sorgt. Zudem gibt es für die Geldpolitik angesichts der im Vergleich zur Basis unveränderten Inflationsentwicklung keinen Grund, ihren Kurs zu lockern. Insofern ist eine Nominallohnsenkung einer Reallohnsenkung überlegen, sieht wenn man die Wachstumsentwicklung als zumindest einen rudimentären Indikator für die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt an.

3.4 Veränderungen des Systems der sozialen Sicherung

Mit Beginn der Europäischen Währungsunion gewinnt gerade in Deutschland eine ohnehin heftig diskutierte Reform der Sozialversicherung noch an Bedeutung. Gefordert wird, daß die insbesondere im Zuge der deutschen Vereinigung deutlich gestiegenen Sozialversicherungsbeiträge von Arbeitnehmern und Arbeitgebern wieder gesenkt werden, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. In einem Regime flexibler Wechselkurse könnten aus einer solchen Maßnahme keine Wachstumseffekte entstehen, weil Aufwertungen der eigenen Währung nach einer Senkung der Löhne bzw. Lohnnebenkosten die ursprüngliche Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit sehr schnell über eine Anpassung des nominalen Außenwerts aufheben würden. Mit Beginn der Europäischen Währungsunion entfällt dieser Anpassungsmechanismus. Eine Senkung der Kosten der sozialen Sicherung oder sogar schon der Umstieg auf eine stärkere Steuerfinanzierung der Sozialleistungen verspricht jetzt auf den ersten Blick eine bessere preisliche Wettbewerbsposition innerhalb des Währungsverbundes. Insofern würden die derzeitigen Bestrebungen zur Senkung der Lohnnebenkosten noch an Dringlichkeit gewinnen.

In allen Ländern der Europäischen Union außer Dänemark werden die verschiedenen Sparten der Sozialversicherung durch Beiträge finanziert. In der Regel basiert die Bemessungsgrundlage auf den Löhnen, wobei in einigen Ländern der Beitragssatz der Arbeitgeber deutlich über dem der Arbeitnehmer liegt. Beitragsbemessungsgrenzen werden von Land zu Land unterschiedlich gehandhabt. In einigen Ländern, insbesondere Belgien, Griechenland, Irland und Österreich beteiligt sich der Staat mit seinen Steuereinnahmen direkt und proportional zu Arbeit-

nehmern und Arbeitgebern an der Finanzierungslast der Sozialversicherungen, in anderen (Beispiel Deutschland) leistet er Zuschüsse. In fast allen Ländern (Ausnahmen: Belgien, Italien) werden dagegen die Familienbeihilfen aus Steuern finanziert.⁷

Der hohe Anteil, den lohnbezogene Beiträge an der Gesamtfinanzierung der Sozialversicherung in den Ländern der EU haben, eröffnet vielfältige Möglichkeiten zur Reduzierung der Beiträge und insbesondere den (teilweisen) Ersatz durch Steuern. Unter Wettbewerbsgesichtspunkten wird dabei als ideale Steuer häufig die Mehrwertsteuer genannt, die den inländischen Verbrauch und die Importe belastet, aber die Investitionen und insbesondere die Exporte unberührt läßt.

Innerhalb einer Währungsunion dürften sich die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen einer Reduzierung der Beitragssätze zur Sozialversicherung im Vergleich zu flexiblen Wechselkursen ändern. Im Rahmen mehr oder weniger flexibler Wechselkurse dürften Unterschiede in der Höhe der Lohnnebenkosten zwischen Ländern zumindest mittelfristig durch Wechselkursanpassungen ausgeglichen werden, sofern sie nicht schon durch Produktivitätsdifferenzen aufgefangen werden. Insofern ist es unter Wettbewerbsgesichtspunkten unproblematisch, wenn zu Beginn der Währungsunion Länder mit unterschiedlich hohen Sozialstandards und mit unterschiedlichen Finanzierungsinstrumenten der Sozialversicherung sich zusammenschließen. Dann können damit durchaus unterschiedlich hohe Kostenniveaus in den verschiedenen Ländern einhergehen. Nach Beginn der Währungsunion wird es aber unter Wettbewerbsgesichtspunkten für die anderen Teilnehmerländer bedeutsam, wenn ein einzelnes Land entweder seine Sozialstandards senkt oder eine andere Finanzierungsart wählt. Theoretisch geht dabei die größte Gefahr von einem großen Land mit hohen Sozialstandards und einer weitgehenden Beitragsfinanzierung, also z. B. von Deutschland und Frankreich aus.

Im folgenden werden die gesamtwirtschaftlichen Effekte einer stärkeren Steuerfinanzierung von Transferzahlungen oder einer Senkung der Sozialstandards mit Hilfe des modifizierten OEF-Modells ermittelt. Dabei wird ähnlich wie in den übrigen Simulationen in der Weise schrittweise vorgegangen, daß die betreffende Maßnahme zuerst und allein in

⁷ Vgl. Europäische Kommission (1996): Soziale Sicherheit in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union. Stand am 1. Juli 1995 und Entwicklung. Generaldirektion: Beschäftigung, Arbeitsbeziehungen und Soziale Angelegenheiten, MISS-OC (Hrsg.), Luxemburg.

Deutschland durchgeführt wird, dann nur in einem anderen EU-Land – in diesem Fall Frankreich –, und im letzten Schritt gleichzeitig in den großen EU-Ländern Deutschland, Frankreich, Italien. Die eingeschränkte Modellierung des Staatsteils kleinerer EU-Länder im OEF-Modell, wie der Niederlande, erlaubt es nicht, diese Simulationsstudien auch für die kleineren Länder durchzuführen. Ermittelt wird innerhalb des Modells, in welchem Ausmaß die kleineren Länder von Maßnahmen in den großen Volkswirtschaften innerhalb der Europäischen Währungsunion betroffen wären. Bei allen Simulationsvarianten wurde versucht, ungefähr Aufkommensneutralität zu erreichen. Das bedeutet, die Transferzahlungen wurden jeweils nur so weit gesenkt bzw. die indirekten Steuern nur in dem Ausmaß erhöht, wie auch die Staatseinnahmen aufgrund der verringerten Beitragssätze niedriger ausfielen. Aufgrund der vielfältigen Interdependenzen innerhalb eines Landes und über die Ländergrenzen hinweg läßt sich die Aufkommensneutralität allerdings nicht perfekt erreichen. Als Maß für die Zielverfehlung „Aufkommensneutralität“ kann die in den Tabellen ausgewiesene Defizitquote (bezogen auf das nominale Bruttoinlandsprodukt) herangezogen werden. Idealerweise würde sich die Defizitquote bei einer aufkommensneutralen Simulationsvariante nicht verändern.

In den Simulationen werden die gesamtwirtschaftlichen Effekte einer Senkung der Beitragssätze zur Sozialversicherung um 3%-Punkte nur in Deutschland bei gleichzeitiger Erhöhung der indirekten Steuern analysiert (EMU4.a) (Siehe Tabelle 6 und Abbildung 10 im Anhang). Für die Lohnpolitik wird unterstellt, daß im Falle höherer induzierter Preise diese nicht zu zusätzlichen Lohnforderungen führen, da die Arbeitnehmer von den niedrigeren Beiträgen zur Sozialversicherung profitieren. In dieser Konstellation halten sich die Preiserhöhungen in Grenzen, da den Belastungseffekten höherer indirekter Steuern die Entlastungseffekte niedrigerer Löhne entgegenstehen. Nach den Modellergebnissen kommt es zu einer Verbesserung der Beschäftigungssituation; das Beschäftigungsniveau liegt um 0,8% über dem in der Basissimulation. Entsprechend sinkt die Arbeitslosenquote um 0,7%-Punkte. Der Beschäftigungsanstieg ist zum größeren Teil bedingt durch das höhere Wachstum; das reale Bruttoinlandsprodukt liegt um gut 0,5% über dem Basisniveau. Aber auch der Substitutionseffekt infolge sinkender Reallöhne spielt im OEF-Modell eine Rolle. Neben den höheren Exporten, die auf die geringeren deutschen Lohnstückkosten zurückzuführen sind, trägt zum Wachstumsanstieg insbesondere der höhere reale private Verbrauch bei. Dieser liegt um 1% über dem Basisniveau und leistet damit den

stärksten Wachstumsbeitrag. Dieser Anstieg ist auf die gestiegenen realen Nettoeinkommen der privaten Haushalte zurückzuführen. Die induzierte Expansion der Binnennachfrage verhindert auch, daß die Beschäftigungserfolge in eine „beggar-thy-neighbour“-Politik münden. Diese Politik würde nämlich darauf setzen, daß es gelänge, Arbeitslosigkeit durch eine reale Abwertung zu exportieren. Die Simulationsergebnisse zeigen jedoch, daß die Nachbarländer in der Europäischen Währungsunion, Frankreich, Italien und Spanien, nur mit minimalen Wachstumsverlusten in einem 5-Jahreszeitraum zu rechnen hätten. Dagegen würden Länder außerhalb der EWWU, hier Großbritannien, eher profitieren. Für die Europäische Währungsunion insgesamt bliebe im Saldo ein etwas kleinerer Wachstumsgewinn als für Deutschland übrig.

Ungünstiger sieht die Situation in dem Falle aus, daß nur Frankreich seine Beitragssätze um 3 %-Punkte senkt und gleichzeitig die indirekten Steuern erhöht (EMU4.b). Im Vergleich zu den Auswirkungen in Deutschland sind die Preiseffekte in Frankreich deutlich höher und der Wachstums- und Beschäftigungsgewinn erheblich niedriger. Letztlich verursachen die im Vergleich zu Deutschland divergierenden Elastizitäten und die Interdependenz der Wirkungsketten dieses Ergebnis. Die leicht negativen Auswirkungen auf die anderen Länder der EWWU sind ähnlich stark wie im Falle der Beitragssatzänderungen in Deutschland.

In einer dritten Simulationsvariante wird die Senkung der Beitragsätze und Erhöhung der indirekten Steuern in Deutschland, Frankreich und Italien durchgeführt (EMU4.c). Die gesamtwirtschaftlichen Effekte für Deutschland und Frankreich in dieser Simulation unterscheiden sich nicht sehr von den beiden vorangegangenen. In Italien zeigen sich etwas andere Wirkungen. Starke Preis- und Beschäftigungsänderungen gehen einher mit geringen Export- und Wachstumseffekten. Zudem reagiert in Italien der private Konsum stark auf Änderungen der Nominalzinsen. In Italien haben aber auch Substitutionseffekte zwischen Arbeit und Kapital und zwischen arbeits- und kapitalintensiv hergestellten Produkten ein höheres Gewicht als in anderen Ländern. Länder der EWWU, die nicht auf eine stärkere Steuerfinanzierung der Sozialversicherung umstellen, werden jetzt, wenn die Umstellung in den großen Ländern Deutschland, Frankreich erfolgt, etwas stärker tangiert. Allerdings fallen die Wachstumsverluste dieser Länder auch in diesem Fall äußerst gering aus. Spanien z. B. würde in einem 5-Jahreszeitraum nur ein Zehntel Prozentpunkt Wachstum verlieren.

Eine „Bedrohung“ für die großen Länder der EWWU durch Veränderungen der Ausgaben und/oder Einnahmen der Sozialversicherungen existiert nicht. Ein gewisses Problem für die kleineren Länder würde nur bestehen, wenn große Länder wie die Bundesrepublik Deutschland verstärkt diesen Weg gehen würden. Dann wären vermutlich Nachahmeffekte der kleineren Länder zu erwarten, um eine Verschlechterung ihrer Wettbewerbsposition zu vermeiden. In der Tendenz könnten durchaus Beschäftigungsgewinne in Europa durch eine stärkere Steuerfinanzierung der Sozialausgaben erzielt werden, da die europäischen Länder bei unverändertem Außenwert des Euro dann zum einen Wettbewerbsvorteile gegenüber Nicht-EWWU-Ländern erlangen würden. Zum anderen würde der private Verbrauch steigen. Bei der hier simulierten Größenordnung einer aufkommensneutralen Beitragssatzsenkung um 3%-Punkte ließe sich die Arbeitslosenquote in Europa um nicht ganz 0,5%-Punkte senken.

Gemäß den Modellsimulationen ließe sich ein annähernd ähnliches Ergebnis auch mit einer Senkung der Sozialausgaben erreichen. Allerdings wäre dieses mit negativen Verteilungsimplicationen belastet. Während eine Erhöhung der indirekten Steuern z. B. durch eine Anhebung des Normalsatzes der Mehrwertsteuer halbwegs verteilungsneutral durchgeführt werden kann, sind von einer Senkung der Sozialausgaben ganz bestimmte Gruppen betroffen. Letztlich ist dies eine verteilungspolitische Entscheidung. Dabei muß allerdings beachtet werden, daß allein schon von der Senkung der Beitragssätze Arbeitnehmer und Arbeitgeber Vorteile haben. Aus den Ergebnissen läßt sich schließen, daß in einer Währungsunion kein nennenswerter Anreiz zum Abbau von Sozialleistungen (Sozialdumping) besteht. Insofern sind die entsprechenden Vorschläge, die solche Maßnahmen als zwingend ansehen, nicht fundiert.

3.5 Eine produktivitätsorientierte Lohnbildung

Aus theoretischer Sicht wird zumeist eine an der Produktivität orientierte Lohnbildung empfohlen.⁸ Hier soll nun analysiert werden, welche Konsequenzen für Wachstum und Beschäftigung in Europa eine solche Lohnfindung hätte. Zu diesem Zweck wurde die geschätzte Lohnfunktio-

⁸ Siehe hierzu Horn, G. / Zwiener, R. / Scheremet, W. (1997): Rahmenbedingungen für den Arbeitsmarkt in einer erfolgreichen Wirtschafts- und Währungsunion der EU-Mitgliedstaaten. In: Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft (bisher unveröffentlichtes Manuskript).

on in den einzelnen Ländern durch eine hypothetische ersetzt, nach der die Nominallöhne sich mit der gleichen Rate verändern wie die tatsächliche Arbeitsproduktivität. Im übrigen wurden alle Annahmen im Vergleich zur Simulation EMU1a unverändert gelassen.

Im ersten Lauf wurde eine solche Lohnfindungshypothese nur für Deutschland (EMU5a) implementiert, und dann wie oben geschildert für die großen EWWU-Länder (EMU5b) und schließlich für alle EWWU-Teilnehmerländer (EMU5c).

In allen drei Simulationen steigen Wachstum und Beschäftigung im Vergleich zur EWWU-Basissimulation (EMU1a), (Siehe Tabellen 7 - 8 und Abbildungen 11 / 12). Dabei besteht sogar ein klarer Anreiz für einzelne Länder, isoliert vorzugehen. Würde eine solche Lohnfindung z. B. nur in Deutschland verfolgt, läge nach 5 Jahren das BIP gut 2 % höher als in der Basissimulation. Würde in allen EWWU-Ländern die gleiche Strategie verfolgt, reduziert sich die Verbesserung auf maximal 0,5 % (0,3 % im Durchschnitt) in Deutschland. Das bedeutet, daß etwa 1,5 % Wachstumsvorteil für Deutschland durch das Erzielen von Wettbewerbsvorteilen gegenüber den übrigen EWWU-Ländern entstehen würde. Dabei dürfte der Vorteil für Deutschland allerdings relativ gering ausfallen, da hier die Lohnbildung ohnehin schon recht stark an der Produktivität ausgerichtet ist.

Dennoch weist auch in der Simulation EMU5a die EU insgesamt ein höheres Produktionsniveau auf. Fast alle EWWU-Mitgliedsländer könnten, trotz der erheblichen Verbesserung der deutschen Wettbewerbsfähigkeit, kräftiger expandieren. Hierfür sind die höheren Importe Deutschlands, die sich zum einen in Folge der durch die Exporterfolge einstellenden binnenwirtschaftlichen Expansion ergeben, maßgeblich. Darüber hinaus ist eine produktivitätsorientierte Lohnbildung mit einem deutlichem Rückgang der Inflationsrate gegenüber der Basissimulation verbunden. Dies führt unter den hier gesetzten geldpolitischen Annahmen zu einer entsprechenden Reduzierung der Geldmarktzinsen. Diese monetäre Lockerung hat zwar wegen der weitgehend konstanten Realzinssätze kaum Auswirkungen auf die Investitionen, in einigen Ländern steigt aber der private Verbrauch. Insgesamt ist unter den hier gesetzten Annahmen also auch eine binnenwirtschaftlich motivierte Ausweitung der Produktion zu erwarten, weil die Zinsen niedriger sind. Die Ergebnisse weisen damit darauf hin, daß die Expansion letztlich auf dem Zusammenspiel von expansiv wirkender Geld- und moderater Lohnpolitik basiert.

Ein solch allgemein positives Ergebnis hat keinen Bestand, wenn sich zwei verschiedene Ländergruppen bilden (EMU5b). Jene Gruppe, die keine an der Produktivität orientierte Lohnpolitik betreibt, muß Wachstums- und Beschäftigungsverluste in Kauf nehmen. Die Wettbewerbsvorteile der ersteren Gruppe führen dann vor allem zu einer Ausweitung des Handels, während die Länder der zweiten Gruppe aufgrund der deutlichen Wettbewerbsnachteile – trotz der auch hier unterstellten monetären Lockerung – im Vergleich zur Basis rückläufige Exporte zu verzeichnen haben. Eine solche Spaltung würde also beggar-my-neighbour Effekte haben.

Folgen alle Länder einer produktivitätsorientierten Lohnbildung (EMU5c), können außer den national unterschiedlichen Übertragungen von Lohnimpulsen auf die Preise zwischen den EWWU-Teilnehmern keine Verschiebungen der Wettbewerbsfähigkeit auftreten. Allerdings werden die EWWU-Länder insgesamt gegenüber den Nicht-EWWU-Ländern konkurrenzfähiger, so daß Wachstumsimpulse aus dem Außenhandel entstehen. Besonders groß sind die Vorteile für kleine offene Volkswirtschaften wie z. B. die Niederlande. Hier liegt das BIP am Ende des Simulationszeitraums etwa 4% (im Durchschnitt gut 2%) und die Beschäftigung etwa 2,5% (im Durchschnitt gut 1%) über dem Basisniveau. Die hohe Exportquote dieser Länder macht hier Wettbewerbsvorteile im internationalen Handel besonders durchschlagend. Eine Ausweitung der Produktion in ganz Europa, die – außer gegenüber Nicht – Teilnehmern – nicht nur in der Verdrängung von Exportkonkurrenz besteht, ist, gerade wenn alle Länder eine ähnlich gelagerte Lohnfindung praktizieren, nur in Verbindung mit einer binnenwirtschaftlichen Expansion möglich. Diese wird angesichts der gedämpften Preissteigerungen durch die monetäre Lockerung initiiert und führt, wie im Fall der ersten Simulation, in dieser Reihe zu einer Belebung des Konsums in einigen Ländern. Dies geschieht jedoch erst mit einer gewissen Verzögerung, so daß in manchen Ländern wie z. B. Deutschland die positiven Wachstums- und Beschäftigungseffekte erst nach drei Jahren spürbar werden. Im Unterschied zu einer einmaligen Nominallohnsenkung akkumulieren sich die Vorteile aber im Laufe der Zeit. Die Effekte für Deutschland sind relativ gering zu veranschlagen. Dies hängt mit der im Vergleich zu den übrigen Ländern geringen Veränderung der Lohnbildung zusammen. Dies hat sogar die Konsequenz, daß Deutschland Wettbewerbsvorteile, die es durch seine derzeitige Form der Lohnfindung hat, bei einer allseitigen Ausrichtung an der Produktivität verlieren würde.⁹

4. Schlußfolgerungen und wirtschaftspolitische Empfehlungen

Die Ergebnisse zeigen, daß es empfehlenswert wäre, wenn sich die Lohnbildung in allen Ländern an der jeweiligen potentiellen Produktivität orientiert. Dies ist das zentrale Resultat der lohnpolitischen Überlegungen in dieser Arbeit. Eine solche Ausrichtung würde zum einen jenen Ländern wie Portugal, die sich in einem Aufholprozess mit hohen Produktivitätszuwächsen zum Rest Europas befinden, Raum für relativ hohe Lohnzuwächse lassen und den Beschäftigten dort die Möglichkeit eröffnen, ihr Realeinkommen an den Rest Europas anzugleichen. Zum zweiten verhinderte diese Orientierung, daß Inflationsgefahren auftreten, da im Idealfall keine das Inflationsziel überschreitenden Preiswirkungen der Lohnentwicklung bestehen würden. Allerdings wird es Ausnahmen von dieser Regel geben müssen. Länder mit einer überdurchschnittlich hohen Arbeitslosenquote (z. B. Spanien mit 22 vH und Finnland mit 15 vH) müßten, sofern sie nicht ausschließlich auf „Arbeitsumverteilung“ setzen, ein überdurchschnittlich starkes Wirtschaftswachstum erzielen, um eine „Konvergenz“ ihrer Arbeitslosenquoten zu erreichen. In einigen Fällen kann dieser Wachstumsschub dadurch herbeigeführt werden, daß der Wegfall von Abwertungsrisiken zu einem fühlbaren Rückgang des Realzinses führt. Sofern dies jedoch nicht ausreicht, bleibt als ultima ratio nur der Versuch, das Wirtschaftswachstum durch eine Senkung der Lohnstückkosten und die Gewinnung von Marktanteilen auf Kosten der europäischen Partnerländer zu erreichen. Mit anderen Worten: Für einige Zeit müßte der Zuwachs der Nominallöhne hinter dem Zuwachs der heimischen Produktivität zurückbleiben. Dies muß aber von den übrigen Ländern mitgetragen werden.

Das institutionelle Konzept für die Lohnfindung sollte folglich so sein, daß die Implementierung der Ausrichtung an der Produktivität gelingt. Entscheidend ist, ob die an der Lohnfindung Beteiligten in der Lage sind, sowohl die Signale der Zentralbank aufzunehmen als auch eine Produktivitätsorientierung zu erreichen. Am ehesten erfüllt sind die Bedingungen, wenn sich die übrigen Länder an der deutschen Lohnpolitik ausrichten. Hierbei bedeutet „ausrichten“ nicht, daß die Lohnentwicklung oder gar die Lohnhöhe wie in Deutschland zu sein hätten. Die Lohnhöhe muß sich nach dem Produktivitätsniveau in dem betreffenden

⁹ Vgl. hierzu auch Horn, G. A./Zwiener, R. (1992): Wage Regimes in a United Europe – A Simulation Study on Quest. In: Barrell, R., Whitley, J. (Hrsg.) (1992): Macroeconomic Policy Coordination in Europe, London.

Land und der entsprechenden Branche richten. Gemeint ist aber, daß die Lohnentwicklung sich in bezug auf die Entwicklung in der betreffenden Branche in Deutschland definiert. Sie kann höher liegen, wenn die Produktivität in dem entsprechenden Land stärker zunimmt oder ein höheres Tempo an technologischem Wandel gewünscht wird. Sie muß darunter liegen, wenn die Produktivität nicht so stark zunimmt oder der strukturelle Wandel als zu rasch empfunden wird. Eine unmittelbare Schlußfolgerung aus dieser Empfehlung ist, daß sich für Deutschland der geringste Handlungsbedarf nach der Einführung einer gemeinsamen europäischen Währung für eine Reform der Lohnbildung ergibt.

Eine Orientierung an der Lohnbildung in Deutschland würde der deutschen Lohnpolitik – ähnlich wie früher der Geldpolitik – eine besondere Verantwortung für ganz Europa zuweisen. Dies bedeutete nicht anderes, als daß die deutsche Lohnpolitik die Konsequenzen ihres Handelns für Europa insgesamt zu bedenken hat. Fehlentwicklungen hier würden die wirtschaftliche Stabilität in ganz Europa gefährden.

Ein solcher Vorschlag steht in starkem Kontrast zu der weitverbreiteten Kritik am deutschen Lohnfindungssystem, in dem vielfach die wesentliche Ursache für die hohe Arbeitslosigkeit in Deutschland gesehen wird. Das dem nicht so ist, soll die Diskussion möglicher Gefahren, die mit dem hier gemachten Vorschlag verbunden sind, aufzeigen. Zwei möglichen Gefahren gilt es zu begegnen. Die vielfach diskutierte und auch offenkundige ist, daß die deutsche Lohnpolitik in Zukunft Lohnzuwächse vereinbart, die über dem Produktivitätszuwachs und der tolerierten Inflationsrate liegen. Dann müßte, würden die übrigen Länder diesem Vorgehen folgen, die EZB einen Bremskurs einschlagen, um über eine Stabilisierungsrezession die Rückkehr zur Preisstabilität herbeizuführen. Die Erfahrungen der Vergangenheit haben aber gezeigt, daß dies bei der institutionellen Ausrichtung der Lohnpolitik in Deutschland bislang nur selten der Fall war, seltener jedenfalls als unter alternativen institutionellen Arrangements.

Die derzeit aktuellere Gefahr besteht allerdings in der Unterschreitung der Stabilitätsvorgaben. So wird vielfach gefordert, daß die Löhne in Deutschland trotz erheblicher Produktivitätsfortschritte sinken müßten, um über eine verbesserte Konkurrenzfähigkeit auf den Weltmärkten höhere Exporte und höheres Wachstum zu erreichen. Aus europäischer Sicht ist ein solcher Lohnsenkungswettlauf keine tragfähige Strategie, da sie auf beggar-my-neighbour Effekten beruht, bei denen zwar die deutschen Exporte steigen würden, im wesentlichen aber – wie die Si-

mulationen zeigen – zu Lasten der europäischen Handelspartner. Das europäische Wachstum würde hierdurch nur marginal gefördert, und ein Konvergenzprozeß käme nicht in Gang. Wahrscheinlich ist zudem, daß Deutschland nicht allein eine solche Strategie verfolgen würde, sondern daß die anderen europäischen Länder gleichfalls diesen Weg einschlagen würden. Unter diesen Umständen entfällt das Gros der positiven Effekte für Deutschland. Reagiert die Geldpolitik dann nicht mit einem expansiven Impuls, heißt das Ergebnis Deflation.

Eine solche Sichtweise wird von jenen bestritten, die neoklassischen Überlegungen folgend, die Ursache der europäischen Arbeitslosigkeit in zu hohen Reallöhnen vermuten. In deren Augen ist ein gesamteuropäischer – realer – Lohnsenkungswettlauf die einzige Strategie zur Überwindung der Unterbeschäftigung. Sie vertrauen dabei nicht auf die Erweiterung des monetären Spielraums für Wachstum, der sich aus den niedrigen Inflationsraten ergibt, sondern auf Substitutionsprozesse zu Gunsten des Faktors Arbeit und zu Lasten des Faktors Kapital. Wie irrig ein solcher Weg ist, ergibt sich auch aus den Simulationen des vorigen Kapitels. Selbst wenn man sich auf die neoklassischen Vorstellungen vom Produktionsprozeß mit seinen ausgeprägten Substitutionsmöglichkeiten einläßt, ergibt sich doch ein ernüchterndes Resultat: Eine allgemeine Reallohnsenkung in Europa würde zwar die Beschäftigung erhöhen, aber Europa wäre dann ärmer geworden. Reale Lohnsenkungen implizieren einen Einbruch des Konsums, da die Realeinkommen mit der abnehmenden Arbeitsproduktivität sinken müssen, und sie implizieren auch einen Einbruch der Investitionen, weil der Einsatz von Kapital im Vergleich zur Arbeit zu teuer wird und daher eher desinvestiert werden muß. Die Wachstumsverluste, die mit der Beschäftigungssausweitung in neoklassischer Logik verbunden sind, enthüllen den regressiven Charakter dieser Vorstellungen. Diese Überlegungen gehen letztlich davon aus, daß sich das Rad der Produktivitätsentwicklung beliebig zurückstellen läßt, um mit der Beschäftigung der Vergangenheit die Einkommen der Gegenwart erzielen zu können. Dies ist ein Irrtum. Denn mit der Beschäftigung der Vergangenheit erhält man nur die dazugehörigen Einkommen der Vergangenheit.

Anhang*Tabelle 1***Die Auswirkungen der Währungsunion**

(Durchschnittliche Abweichungen in der Simulationsperiode
in vH gegenüber der Basissimulation ohne Währungsunion)

	Deutschland	Frankreich	Italien	Niederlande
Bruttoinlandsprodukt, real	0,58	0,82	0,56	0,54
Privater Verbrauch, real	0,11	0,07	2,03	- 0,19
Bruttoinvestitionen, real	1,94	2,65	2,50	2,47
Exporte, real	0,79	1,67	- 1,55	0,59
Verbraucherpreise	0,58	0,58	0,47	0,31
Bruttolohn	0,58	0,76	1,22	0,59
Wechselkurs Landes- währung/US-Dollar ^{a)}	- 0,43	1,32	- 4,82	- 0,02
Beschäftigte	0,46	0,18	0,38	0,14
nachrichtlich:				
Arbeitslosenquote (%)	- 0,42	- 0,14	- 0,32	- 0,12
Defizitquote (%) ^{b)}	0,31	0,30	0,85	0,34
kurzfristiger Zins (%)	0,49	- 0,83	- 2,89	- 0,52
langfristiger Zins (%)	0,21	0,44	- 0,64	0,64
	Spanien	Groß- britannien	Schweden	
Bruttoinlandsprodukt, real	0,51	0,08	0,26	
Beschäftigte	0,38	0,02	0,12	
Wechselkurs Landes- währung/DM ^{a)}	4,58	0,78	0,00	
nachrichtlich:				
kurzfristiger Zins (%)	- 2,08	0,16	- 0,11	
langfristiger Zins (%)	- 0,75	0,19	0,15	

^{a)} - : Aufwertung, + : Abwertung.

^{b)} - : Defizitzunahme.

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell.

Tabelle 2

Nominallohnsenkungen – in DeutschlandDurchschnittliche Abweichungen in der Simulationsperiode
in vH gegenüber der Basissimulation

	Deutschland	Frankreich	Italien	Niederlande
Bruttoinlandsprodukt, real	1,93	0,00	0,51	– 0,95
Privater Verbrauch, real	0,01	0,66	2,22	0,56
Bruttoinvestitionen, real	1,49	0,96	0,00	0,88
Exporte, real	3,82	– 0,93	– 1,42	– 1,32
Verbraucherpreise	– 6,38	0,68	2,35	– 0,04
Bruttolohn	– 8,51	0,48	2,37	– 0,46
Wechselkurs Landes- währung/US-Dollar ^{a)}	1,55	1,56	1,72	1,55
Beschäftigte	1,96	0,13	0,59	– 0,23
nachrichtlich:				
Arbeitslosenquote (%)	– 1,78	– 0,12	– 0,51	0,21
Defizitquote (%) ^{b)}	0,83	0,31	0,82	– 0,50
kurzfristiger Zins (%)	– 1,41	– 1,41	– 1,41	– 1,41
langfristiger Zins (%)	– 0,72	– 0,73	– 0,74	– 0,72
	Spanien	Groß- britannien	Schweden	
Bruttoinlandsprodukt, real	0,52	0,04	– 0,75	
Beschäftigte	0,50	– 0,05	– 0,30	
Wechselkurs Landes- währung/DM ^{a)}	0,00	– 3,20	0,08	
nachrichtlich:				
kurzfristiger Zins (%)	– 1,41	0,59	1,90	
langfristiger Zins (%)	– 0,73	– 0,55	0,27	

^{a)} –: Aufwertung, +: Abwertung.^{b)} –: Defizitzunahme.

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell.

Tabelle 3

Nominallohnsenkungen – in allen EWWU-Ländern

Durchschnittliche Abweichungen in der Simulationsperiode
in vH gegenüber der Basissimulation

	Deutschland	Frankreich	Italien	Niederlande
Bruttoinlandsprodukt, real	0,69	0,68	1,78	1,29
Privater Verbrauch, real	0,27	0,69	1,99	– 0,83
Bruttoinvestitionen, real	1,63	0,49	0,09	0,38
Exporte, real	0,69	1,46	2,12	1,87
Verbraucherpreise	– 7,16	– 8,75	– 10,57	– 0,61
Bruttolohn	– 8,51	– 9,35	– 11,74	– 10,72
Wechselkurs Landes- währung/US-Dollar ^{a)}	– 4,28	– 4,28	– 4,07	– 4,28
Beschäftigte	0,78	0,42	1,69	0,95
nachrichtlich:				
Arbeitslosenquote (%)	– 0,71	– 0,33	– 1,51	– 0,90
Defizitquote (%) ^{b)}	0,06	0,18	0,49	1,94
kurzfristiger Zins (%)	– 1,69	– 1,69	– 1,69	– 1,69
langfristiger Zins (%)	– 0,80	– 0,80	– 0,78	– 0,80
	Spanien	Groß- britannien	Schweden	
Bruttoinlandsprodukt, real	0,55	– 0,39	– 0,94	
Beschäftigte	1,60	– 0,11	– 0,51	
Wechselkurs Landes- währung/DM ^{a)}	0,00	– 4,67	0,01	
nachrichtlich:				
kurzfristiger Zins (%)	– 1,69	– 1,04	0,03	
langfristiger Zins (%)	– 0,79	– 0,81	– 0,70	

^{a)} –: Aufwertung, +: Abwertung.

^{b)} –: Defizitzunahme.

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell.

Tabelle 4

Reallohnsenkungen – in Deutschland

Durchschnittliche Abweichungen in der Simulationsperiode
in vH gegenüber der Basissimulation

	Deutschland	Frankreich	Italien	Niederlande
Bruttoinlandsprodukt, real	– 2,27	– 0,35	– 0,38	– 0,65
Privater Verbrauch, real	– 6,27	– 0,04	– 0,17	0,09
Bruttoinvestitionen, real	– 0,81	– 0,02	0,06	– 0,12
Exporte, real	0,50	– 1,45	– 1,22	– 1,47
Verbraucherpreise	– 0,28	– 0,59	– 1,11	– 1,76
Bruttolohn	– 10,00	– 0,54	– 1,07	– 2,10
Wechselkurs Landes- währung/US-Dollar ^{a)}	5,11	– 1,70	– 1,65	– 1,70
Beschäftigte	0,78	– 0,10	– 0,28	– 0,28
nachrichtlich:				
Arbeitslosenquote (%)	– 5,19	0,08	0,24	0,24
Defizitquote (%) ^{b)}	0,52	– 0,18	– 0,13	– 0,71
kurzfristiger Zins (%)	– 0,08	– 0,08	– 0,08	– 0,08
langfristiger Zins (%)	– 0,07	– 0,07	– 0,07	– 0,06
	Spanien	Groß- britannien	Schweden	
Bruttoinlandsprodukt, real	– 0,46	– 0,16	– 0,24	
Beschäftigte	– 0,29	– 0,03	– 0,17	
Wechselkurs Landes- währung/DM ^{a)}	0,00	– 4,53	– 0,02	
nachrichtlich:				
kurzfristiger Zins (%)	– 0,08	– 0,54	– 0,81	
langfristiger Zins (%)	– 0,07	– 0,12	– 0,38	

a) –: Aufwertung, +: Abwertung.

b) –: Defizitzunahme.

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell.

Tabelle 5

Reallohnsenkungen – in allen EWWU-Ländern

Durchschnittliche Abweichungen in der Simulationsperiode
in vH gegenüber der Basissimulation

	Deutschland	Frankreich	Italien	Niederlande
Bruttoinlandsprodukt, real	– 2,72	– 1,17	– 0,88	– 6,32
Privater Verbrauch, real	– 6,08	– 3,34	– 0,96	– 11,82
Bruttoinvestitionen, real	– 0,79	– 0,56	0,32	– 2,37
Exporte, real	– 1,35	– 0,29	– 1,97	– 2,99
Verbraucherpreise	– 0,31	– 1,81	– 0,23	– 0,53
Bruttolohn	– 10,00	– 10,00	– 10,00	– 10,00
Wechselkurs Landes- währung/US-Dollar ^{a)}	– 0,86	– 0,86	– 0,83	– 0,86
Beschäftigte	4,67	– 5,26	8,24	3,35
nachrichtlich:				
Arbeitslosenquote (%)	– 4,79	– 5,13	– 7,83	– 3,74
Defizitquote (%) ^{b)}	0,07	2,40	– 0,41	7,19
kurzfristiger Zins (%)	– 0,08	– 0,08	– 0,08	– 0,08
langfristiger Zins (%)	– 0,08	– 0,10	– 0,08	– 0,13
	Spanien	Groß- britannien	Schweden	
Bruttoinlandsprodukt, real	– 0,89	– 0,17	– 0,27	
Beschäftigte	7,39	– 0,03	– 0,25	
Wechselkurs Landes- währung/DM ^{a)}	0,00	– 0,68	– 0,04	
nachrichtlich:				
kurzfristiger Zins (%)	– 0,08	– 0,72	– 1,33	
langfristiger Zins (%)	– 0,08	– 0,13	– 0,61	

^{a)} –: Aufwertung, +: Abwertung.

^{b)} –: Defizitzunahme.

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell.

Tabelle 6

**Gesamtwirtschaftliche Effekte einer Senkung
der Beitragssätze zur Sozialversicherung um 3 vH-Punkte in Deutschland
bei gleichzeitiger Erhöhung der indirekten Steuern**

Durchschnittliche Abweichungen in der Simulationsperiode
in vH gegenüber der Basissimulation

	Deutschland	Frankreich	
Bruttoinlandsprodukt, real	- 0,56	- 0,04	
Privater Verbrauch, real	1,00	0,01	
Exporte, real	0,28	- 0,11	
Verbraucherpreise	0,12	- 0,11	
Beschäftigte	0,83	- 0,01	
nachrichtlich:			
Arbeitslosenquote (%)	- 0,71	0,01	
Defizitquote (%) ^{a)}	- 0,12	- 0,03	
	Spanien	Italien	Großbritannien
Bruttoinlandsprodukt, real	- 0,05	- 0,04	- 0,02
Beschäftigte	- 0,03	- 0,03	0,00

^{a)} -: Defizitzunahme.

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell.

Tabelle 7

Produktivitätsorientierte Lohnbildung – in Deutschland^{a)}

Durchschnittliche Abweichungen in der Simulationsperiode
in vH gegenüber der Basissimulation

	Deutschland	Frankreich	Italien	Niederlande
Bruttoinlandsprodukt, real	0,91	0,18	0,36	– 0,17
Privater Verbrauch, real	0,05	0,55	1,00	0,27
Bruttoinvestitionen, real	0,14	0,44	0,02	0,50
Exporte, real	2,50	0,01	0,04	– 0,08
Verbraucherpreise	– 3,79	0,40	0,62	0,13
Bruttolohn	– 4,66	0,33	0,61	0,05
Wechselkurs Landes- währung/US-Dollar ^{b)}	2,14	2,14	2,09	2,14
Beschäftigte	0,83	0,05	0,17	– 0,02
nachrichtlich:				
Arbeitslosenquote (%)	– 0,77	– 0,04	– 0,15	0,02
Defizitquote (%) ^{c)}	0,34	0,26	0,64	– 0,01
kurzfristiger Zins (%)	– 1,82	– 1,82	– 1,82	– 1,82
langfristiger Zins (%)	– 1,00	– 1,01	– 1,01	– 1,00
	Spanien	Groß- britannien	Schweden	
Bruttoinlandsprodukt, real	0,39	0,31	0,02	
Beschäftigte	0,23	0,06	0,03	
Wechselkurs Landes- währung/DM ^{a)}	0,00	– 0,66	0,05	
nachrichtlich:				
kurzfristiger Zins (%)	– 1,82	0,37	0,63	
langfristiger Zins (%)	– 1,00	– 0,71	– 0,58	

^{a)} Außer in Österreich, wo das Modell nicht iterierte.

^{b)} –: Aufwertung, +: Abwertung.

^{c)} –: Defizitzunahme.

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell.

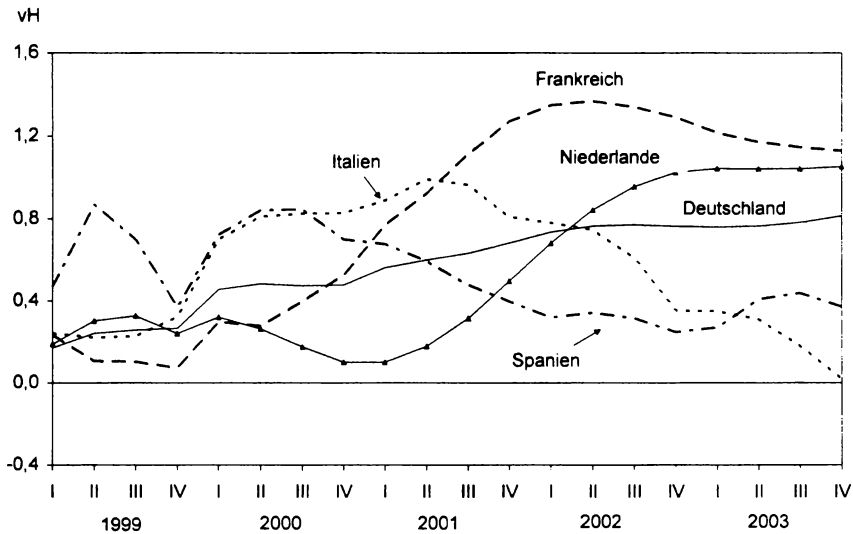


Abbildung 1: Wachstumseffekte der Währungsunion in fünf Mitgliedsländern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

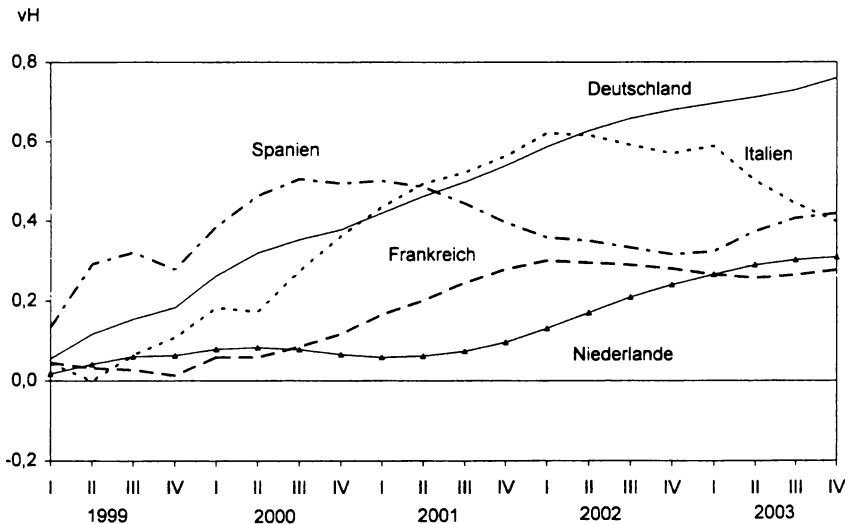


Abbildung 2: Beschäftigungseffekte der Währungsunion in fünf Mitgliedsländern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

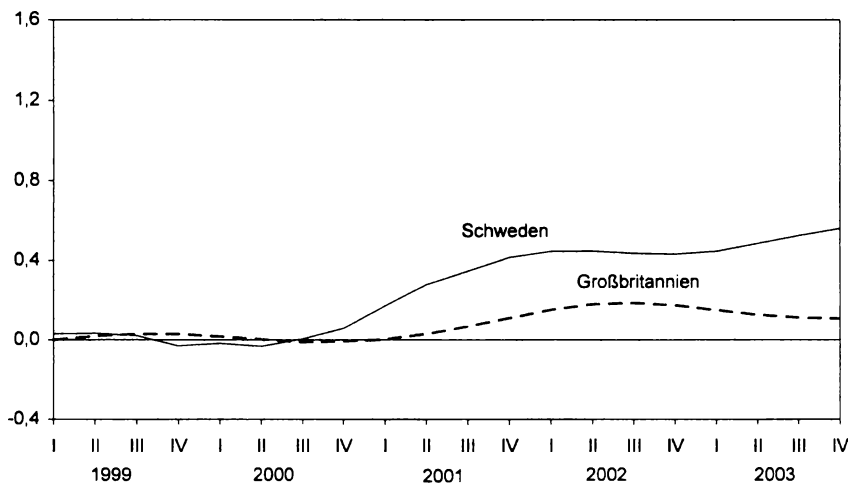


Abbildung 3: Wachstumseffekte der Währungsunion in zwei Nicht-Mitgliedsländern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

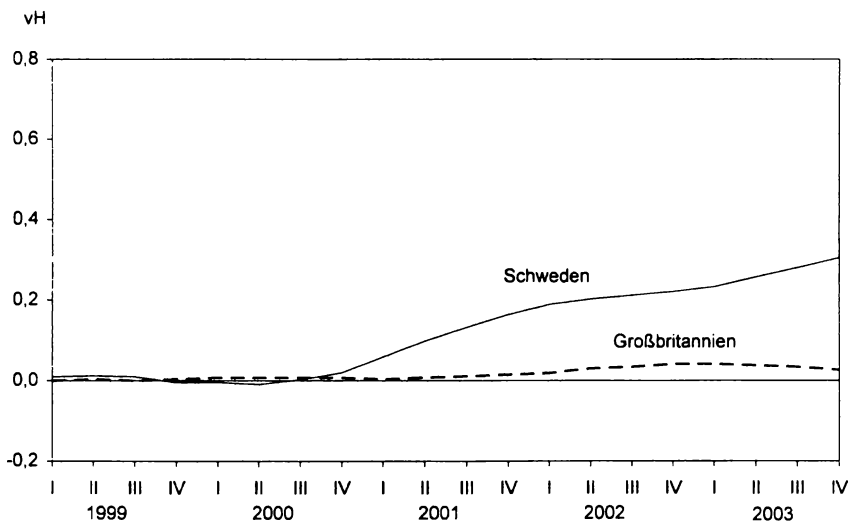


Abbildung 4: Beschäftigungseffekte der Währungsunion in zwei Nicht-Mitgliedsländern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

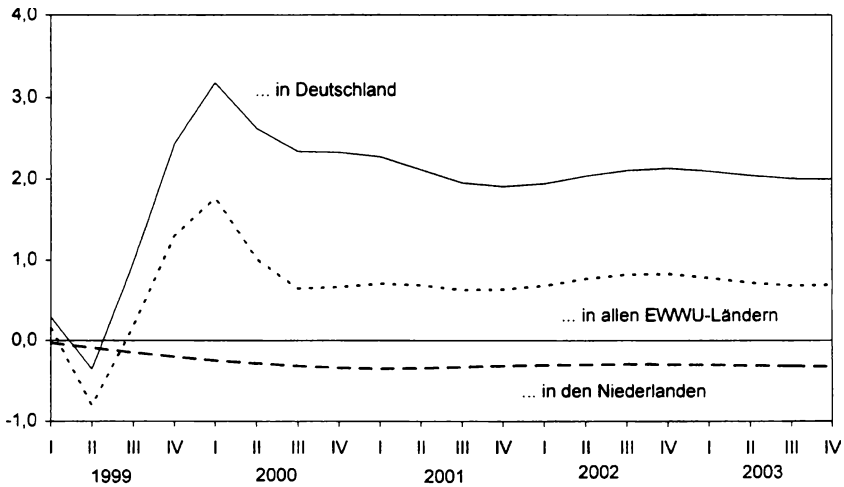


Abbildung 5: Wachstumseffekte einer Nominallohnsenkung für Deutschland bei einer Absenkung in Deutschland, den Niederlanden und allen EWWU-Ländern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

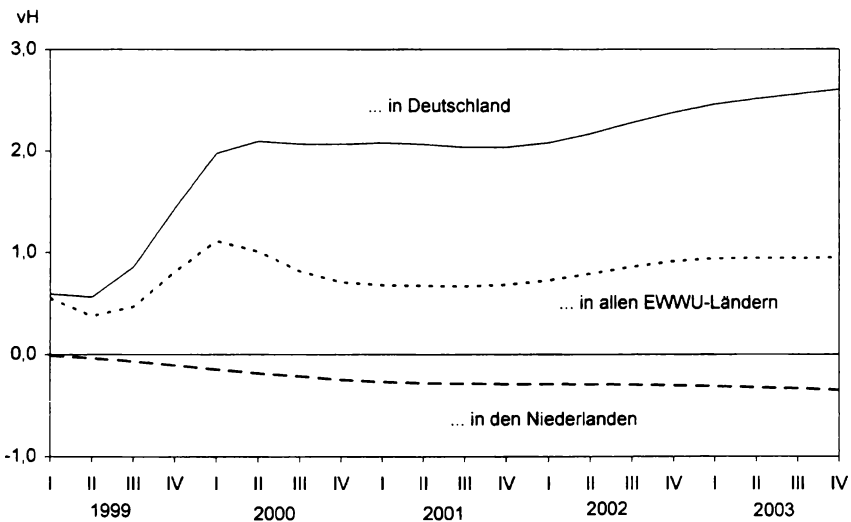


Abbildung 6: Beschäftigungseffekte einer Nominallohnsenkung für Deutschland bei einer Absenkung in Deutschland, den Niederlanden und allen EWWU-Ländern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

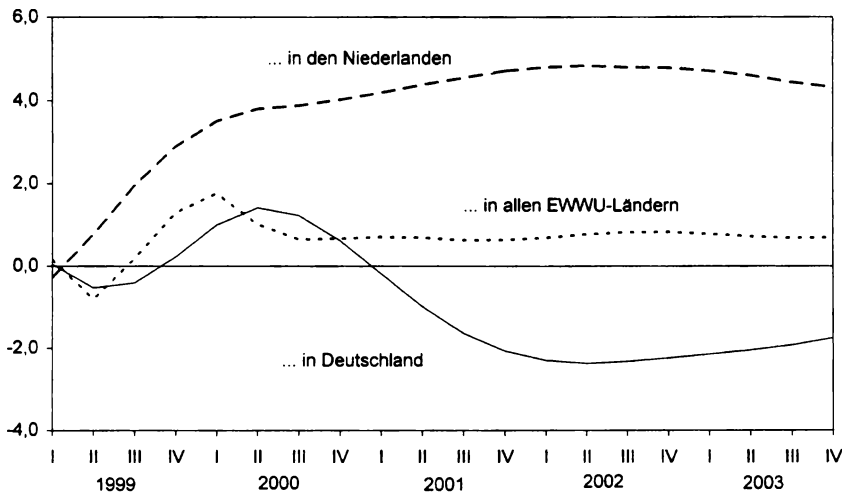


Abbildung 7: Wachstumseffekte einer Nominallohnsenkung für die Niederlande bei einer Absenkung in Deutschland, den Niederlanden und allen EWWU-Ländern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

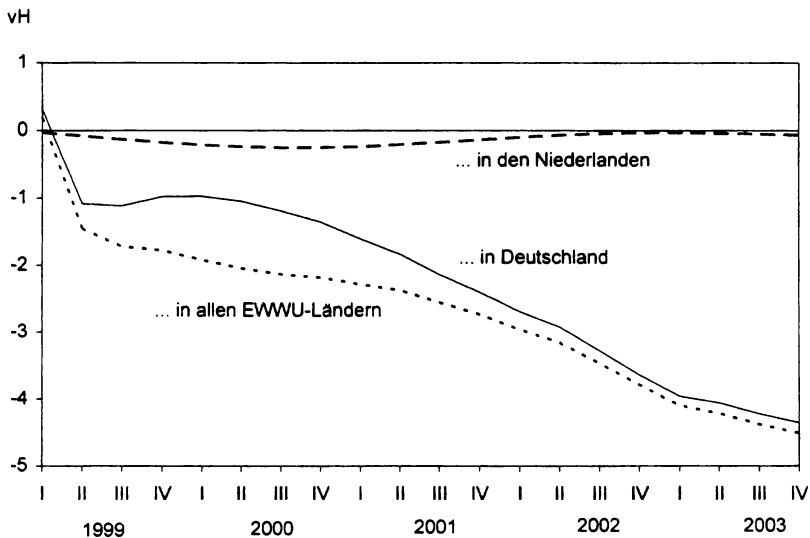


Abbildung 8: Wachstumseffekte einer Reallohnsenkung für Deutschland bei einer Absenkung in Deutschland, den Niederlanden und allen EWWU-Ländern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

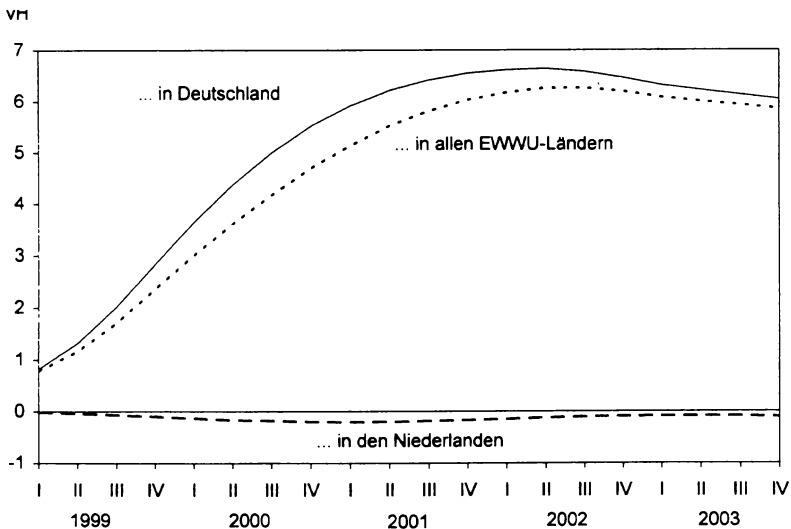


Abbildung 9: Beschäftigungseffekte einer Reallohnsenkung für Deutschland bei einer Absenkung in Deutschland, den Niederlanden und allen EWWU-Ländern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

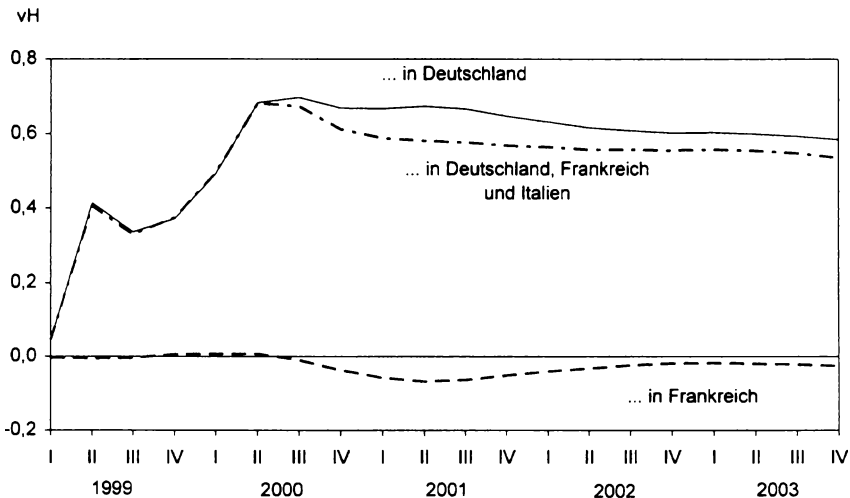


Abbildung 10: Wachstumseffekte Deutschland bei einer Senkung der Beitragssätze zur Sozialversicherung um 3 vH-Punkte und gleichzeitiger Erhöhung der indirekten Steuern – Abweichungen gegenüber Basissimulation

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

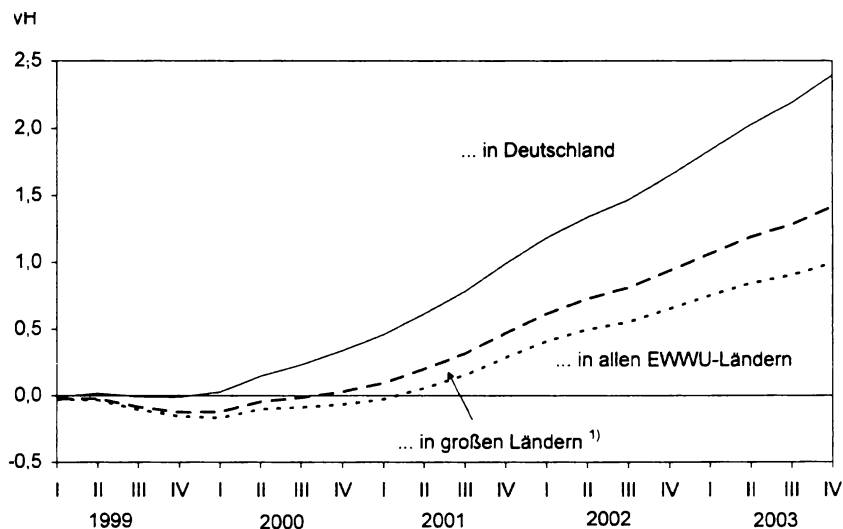


Abbildung 11: Wachstumseffekte einer produktivitätsorientierten Lohnbildung für Deutschland – Abweichungen gegenüber Basissimulation
Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

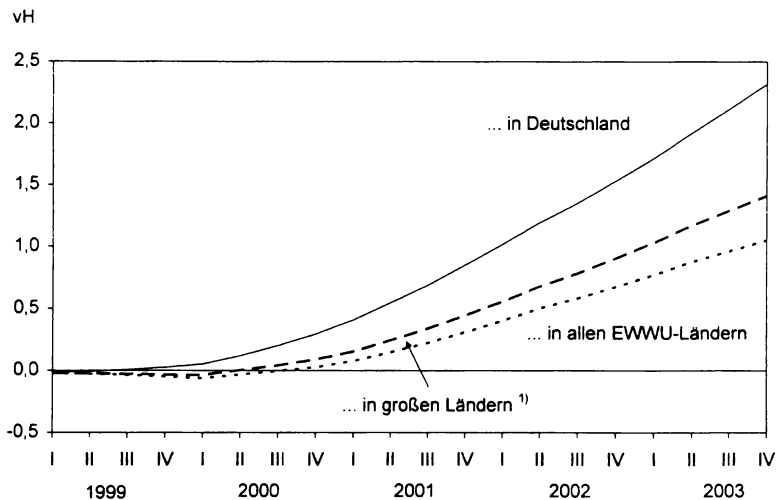


Abbildung 12: Beschäftigungseffekte einer produktivitätsorientierten Lohnbildung für Deutschland – Abweichungen gegenüber Basissimulation

¹⁾ Deutschland, Frankreich und Italien.

Quelle: Simulationen mit dem OEF-Modell. DIW 97.

Literatur

- Baumgartner, J. / Breuss, F. / Kramer, H. / Walterskirchen, E.* (1997): Auswirkungen der Wirtschafts- und Währungsunion, WIFO-Manuskript.
- Europäische Kommission (1996): Soziale Sicherheit in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union. Stand am 1. Juli 1995 und Entwicklung. Generaldirektion: Beschäftigung, Arbeitsbeziehungen und Soziale Angelegenheiten, MIS-SOC (Hrsg.), Luxemburg.
- Horn, G. A. / Zwiener, R.* (1992): Wage Regimes in a United Europe – A Simulation Study on Quest. In: Barrell, R., Whitley, J. (Hrsg.) (1992): Macroeconomic Policy Coordination in Europe, London.
- Horn, G. / Zwiener, R. / Scheremet, W.* (1997): Rahmenbedingungen für den Arbeitsmarkt in einer erfolgreichen Wirtschafts- und Währungsunion der EU-Mitgliedstaaten. In: Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft (bisher unveröffentlichtes Manuskript).
- Oxford Economic Forecasting (1996): World Economic Prospects, Summer, Oxford.

Abstract

The European Labour Market and the Euro – A Simulation Study on the OEF Model

By *Gustav A. Horn, Wolfgang Scheremet*
and *Rudolf Zwiener*, Berlin

With the abolition of exchange rates national economic policy faces new restrictions. A major impact is expected for wage formation. Frequently the introduction of Euro is perceived as a signal to lower wages all over Europe to overcome the dismal employment situation. The paper addresses the question whether such a race for lower wages is appropriate. Simulations on an econometric Multi Country Model (OEF) lead to the conclusion that in terms of growth and employment a productivity oriented wage strategy is advisable.

JEL classification: C 5, E 6

*DIW – German Institute for Economic Research, Königin-Luise-Str. 5,
D-14191 Berlin, Germany*

Der europäische Arbeitsmarkt im Zeichen des Euro

Simulationen von lohnpolitischen Strategien

Korreferat von Alfred Steinherr¹, Luxemburg

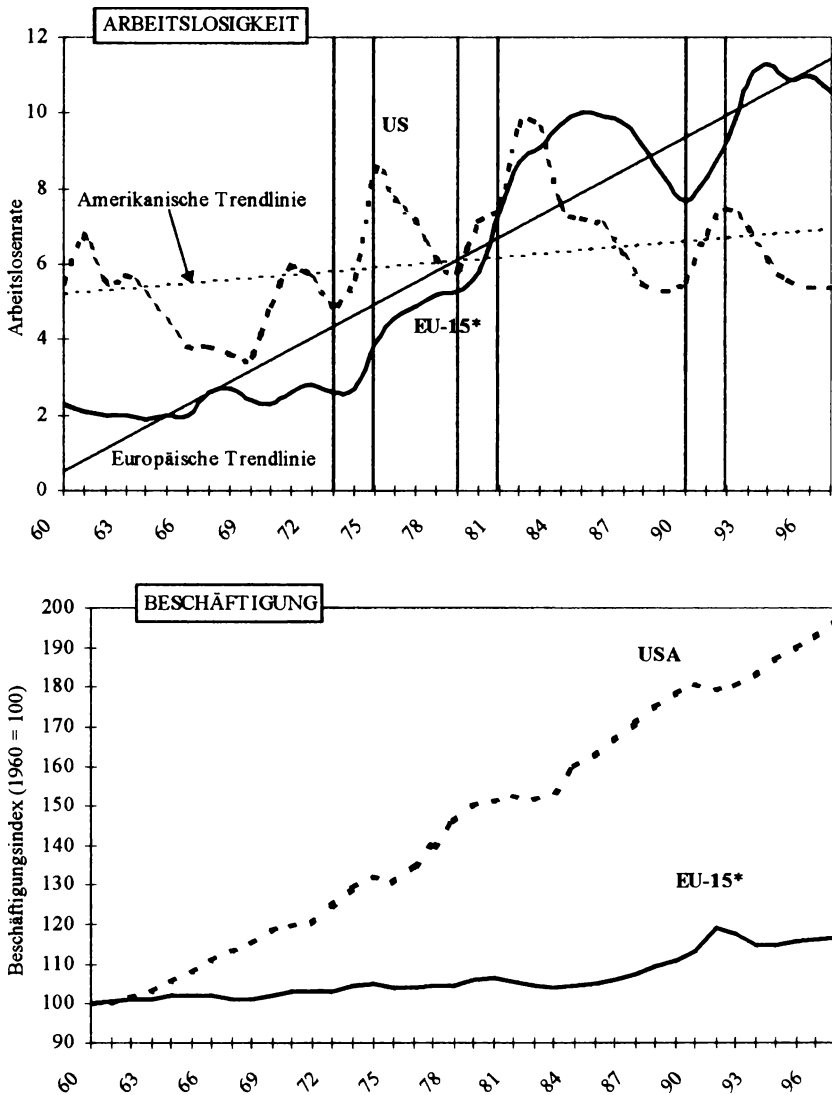
Im Vergleich zu anderen Bereichen hat der zukünftige europäische Arbeitsmarkt im Zeichen des Euro bis jetzt wenig wissenschaftliche Beachtung gefunden, was bei rund 19 Millionen Arbeitslosen schon etwas erstaunlich erscheint. Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit sowie der Beschäftigung im Vergleich zu den USA ist in Abbildung 1 dargestellt.

Eingezeichnet in Abbildung 1 sind die amerikanischen Rezessionen von 1974 - 76, 1980 - 82 und 1991 - 93. Trotzdem die amerikanische Arbeitslosigkeit in einer Rezession kräftig gestiegen ist, ist sie ebenso schnell wieder mit dem Wirtschaftsaufschwung gefallen. Dies steht im Gegensatz zur europäischen Arbeitslosigkeit, die während einer Rezession ansteigt und dann kaum oder gar nicht wieder mit positivem Wachstum abnimmt.

Zur Verringerung der Arbeitslosigkeit in der Europäischen Union (EU) werden immer wieder eine weitere Deregulierung des Arbeitsmarktes, eine Reform des Sozialstaates und ein Rückgang der Lohn- und hier vor allem der Lohnnebenkosten gefordert. Man muß dem Papier zugutehalten, daß es versucht, alle diese drei Argumente zu besprechen.

Äußerungen zum Einfluß der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) auf den Arbeitsmarkt können in drei mögliche Lager unterteilt werden. Auf der einen Seite steht der IWF, der in seinem Herbstgutachten im Oktober letzten Jahres dargelegt hat, daß ohne Strukturreformen der Euro die europäischen Arbeitsmärkte noch rigider und weniger wettbewerbsfähig machen könnte. Dieses Argument wird von manchen sogar dahin weitergeführt, daß der Euro den strukturellen Wandel behindern wird. Die dritte Meinung vertritt, daß der Euro ein Katalysator für den Strukturwandel sein wird.

¹ Der Verfasser dankt Ole Rummel für seine wertvolle Mitarbeit.



EU-15*: 1960-91: Westdeutschland, 1992-97: Deutschland

Abbildung 1: Arbeitslosigkeit und Beschäftigung in der EU-15 und den USA, 1960 - 1998

Bei dieser Vielfalt von Meinungen ist jeder Versuch, Licht ins Dunkel zu bringen, lobenswert. So soll untersucht werden, welche lohnpolitische Strategie für Europa sinnvoll ist. Der Maßstab ist dabei, „ob durch

eine bestimmte lohnpolitische Strategie Wachstum und Beschäftigung in ganz Europa gefördert werden“. Leider erscheint der Versuch der Autoren in dieser Hinsicht nicht von Erfolg gekrönt, wie ich untenstehend darstellen möchte.

Die Aussagen des Papiers sind wie folgt zusammenzufassen. In einem makroökonomischen Modell für die EU-Mitgliedsländer werden die makroökonomischen Effekte von verschiedener Lohnpolitik über einen Zeitraum von vier Jahren simuliert. Um die positiven Gewinne der EWWU widerzuspiegeln, wird unterstellt, daß über einen Zeitraum von zwei Jahren die Investitionen einen Schub von fünf Prozent erlebt haben. Die zukünftige Politik der europäischen Zentralbank (EZB) wird so dargestellt, daß über einen Zeitraum von zwei Jahren der Realzins um einen halben Prozentpunkt angehoben wurde, um Glaubwürdigkeit in den Finanzmärkten zu erlangen.

Die geänderten Bedingungen und die daraus folgenden Effekte werden in den Simulation auf jeweils dreierlei Art durchgerechnet: erstens, nur für Deutschland, zweitens, entweder für ein kleines Land oder mehrere große Länder, und drittens, für alle EU-Mitgliedsländer gleichzeitig.

Nominallohnsenkungen haben positive Wachstums- und Beschäftigungseffekte für ein einzelnes (großes) Land, gehen aber auf Dauer zu Lasten der übrigen EWWU-Länder. Dies spricht gegen die Tragfähigkeit dieses Prozesses, es sei denn, das Vorgehen wäre auf der europäischen Ebene koordiniert. Dennoch bleibt die Tatsache bestehen, daß Lohnsenkungswettläufe in einer Deflationsgefahr enden.

Bei einer Nominallohnsenkung von zehn Prozent nur in Deutschland wäre längerfristig ein um zwei Prozent höheres Wachstum zu erwarten. Auch der Beschäftigungsimpuls liegt in dieser Größenordnung. Ausschlaggebend für diese Resultate ist die verbesserte Konkurrenzfähigkeit gegenüber dem Ausland (siehe Tabelle 4.2 bei Horn/Scheremet/Zwiener). Verlierer dieser Aktion bei Wachstum und Beschäftigung wären die Niederlande sowie die Nicht-EWWU-Mitglieder Großbritannien und Schweden. Aus der Sicht eines einzelnen Landes geht eine solche Lohnpolitik auf Dauer zu Lasten der übrigen EWWU-Länder.

Eine Nominallohnsenkung in den Niederlanden trägt – wie auch schon im Fall Deutschlands – einen positiven einheimischen Effekt mit sich. Für den Rest der EU hat eine solche Lohnpolitik in einem kleinen Land keine nennenswerten Folgen.

Ein koordiniertes Vorgehen führt ebenfalls zu einer Ausweitung von Wachstum und Beschäftigung, allerdings in einem geringeren Ausmaß als wenn die einzelnen Länder isoliert vorgehen würden. Für Europa als Ganzes ist der Effekt jedoch positiv.

In einer zweiten Simulation werden *Reallohnsenkungen* dargestellt.² Potentielle Beschäftigungserfolge solch einer Strategie werden von deutlichen Wachstumsverlusten als Resultat begleitet. Dies ist vor allem dem drastischen Rückgang des Konsums als Folge solch einer Lohnpolitik zuzuschreiben. Des weiteren sind, als Folge des negativen Wachstumsimpulses, auch die Investitionen rückläufig. Die Beschäftigungsausweitung erfolgt erst mit einer Verzögerung von ein bis zwei Jahren und ist im Endeffekt nicht ausreichend, um den Einkommensverlust vollständig zu kompensieren.

Bei einer Reallohnsenkung nur in Deutschland wächst die Beschäftigung mit bis zu sechs Prozent und im Durchschnitt mit immer noch über fünf Prozent im Vergleich zum Referenzszenario. Dies geht Hand in Hand mit einem Wachstumseinbruch von gut vier Prozent (und zwei Prozent im Durchschnitt).

In der dritten Simulation geht es um *Veränderungen des Systems der sozialen Sicherung*. Eine Verringerung der Sozialversicherungsbeiträge könnte zu einer Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit beitragen. Bei der Simulation wurde auf eine ungefähre Aufkommensneutralität geachtet, d. h. die Senkung der Beitragssätze zur Sozialversicherung gehen Hand in Hand mit einer gleichzeitigen Erhöhung der indirekten Steuern. Die Aufkommensneutralität wurde aber nicht perfekt erreicht. Nichtsdestotrotz läßt sich aus den Ergebnissen schließen, daß in einer Währungsunion kein nennenswerter Anreiz zum Abbau von Sozialleistungen besteht.

Die vorhergehenden Resultate veranlassen die Autoren, auch eine *produktivitätsnahe Lohnbildung* zu analysieren. Die Ergebnisse zeigen, daß es empfehlenswert wäre, wenn sich die Lohnbildung in allen Ländern an der jeweiligen potentiellen Produktivität orientiert. Für einige Länder erfordert dies aber eine Lohnpolitik, die von den anderen europäischen Partnern mitgetragen werden muß.

² Reallohnsenkungen werden simuliert, indem die Nominallöhne um zehn Prozent unter ihr Referenzniveau sinken, während die Preise auf dem Referenzpfad bleiben. Der Unterschied zu einer Nominallohnsenkung besteht darin, daß bei letzterer die Preise nicht auf dem Referenzpfad bleiben müssen.

Die Aussagen der Autoren sind völlig konform mit dem Modell. In der Tat sind die beschriebenen Effekte nicht unerwartet und so konform mit den wirtschaftlichen Meinungen und Erwartungen. Ein Beispiel dafür ist der fast dreiprozentige Rückgang der kurzfristigen Zinsen für Italien als Auswirkung der Währungsunion (Tabelle 4.1). Ein zweiprozentiger Rückgang läßt sich noch für Spanien feststellen. Da das Modell weder die schon erreichten Konvergenz- noch die Binnenmarktgewinne beinhaltet, ist diese Konvergenz der kurzfristigen Zinsen ein Resultat der Währungsunion.

Die Aussagen und Konsequenzen des Papiers stehen und fallen mit dem zugrundeliegenden Modell. Im Gegensatz zu manch anderen Modellen ist das OEF Modell ein zurückschauendes Modell, welches keine rationalen Erwartungen oder Zeitinkonsistenz beinhaltet. Erwartungen im OEF Modell sind adaptiv oder implizit. Der Wechselkurs oder das Preisniveau kann so nicht springen, um diesen Ansprüchen gerecht zu werden. In anderen Worten, das Modell ist nicht robust gegenüber der Luskritik. Schon aus diesem Grunde ist es schwierig, dieses Modell zur Simulation von zukünftigen Ereignissen zu gebrauchen. In der Tat ist das OEF ein kurzfristiges Prognosemodell. So geht der Prognosezeitraum bis zum Ende des Jahres 2003. Die Einführung des Euros liegt so in der Mitte des Prognosezeitraums.

Die Aufarbeitung des Modells und seiner Annahmen ist nicht sehr gebraucherfreundlich. In Anhang I zum *Gutachten über die Rahmenbedingungen für den Arbeitsmarkt in einer erfolgreichen Wirtschafts- und Währungsunion der EU-Mitgliedsstaaten* erscheinen dann auch diverse Erklärungen über das Modell, die Zweifel an der erfolgreichen Anwendung begründen. Andererseits ist es schwierig, ein Modell zu finden, das nicht nur theoretisch solide ist, sondern auch derart auf der europäischen Ebene disaggregiert ist, daß alle europäischen Länder modelliert werden können. (Eine vorhergehende Studie der Autoren über ein sehr ähnliches Thema benutzte das QUEST-Modell der Europäischen Kommission, was die Frage aufwirft, warum jetzt nicht wieder QUEST verwendet wurde.)

Eine der Annahmen ist, daß alle die Lohnfindung betreffenden institutionellen Änderungen bereits zu Anfang des Prognosezeitraums durchgeführt sind, und sich so die Lohnfunktionen innerhalb Europas bereits angeglichen haben. Die Frage ob es in Europa im Vorfeld der Währungsunion zu einer Konvergenz der Lohnfindungsprozesse gekommen ist, kann jedoch von den Autoren nicht hundertprozentig bestätigt

werden. (Schon in dem 1992er Papier wurde unterstellt, daß sich das Lohnverhalten im Rest Europas an das in Deutschland anpassen würde, obwohl es dafür kaum Beweise gibt. So wurde den anderen EU-Mitgliedsstaaten die deutsche Lohnfunktion unterstellt.)

Die Beziehungen der Länder untereinander sind auch kaum dargestellt. So ist es nicht klar, wie sich die makroökonomischen Entwicklungen innerhalb der EU-Mitgliedsstaaten darstellen. Besonders wichtig erscheint mir die Beziehung zwischen den Ländern innerhalb der Währungsunion und den beiden Nichtmitgliedsstaaten Schweden und Großbritannien. Die Wechselkursbeziehung zwischen den beiden Blöcken wird nie erwähnt. Ist es *uncovered interest parity*?

Außerdem ergaben sich im Gesamtmodell Konvergenzprobleme bei der Implementierung der neu geschätzten Lohnfunktionen von fünf Ländern, also einem Drittel der Ländergruppe. Aus diesem Grunde wurde auf die Verwendung der neuen Lohnfunktionen dieser Länder bei der Simulation verzichtet. Als zurückschauendes Modell sollte es keine Konvergenzschwierigkeiten geben. Dagegen spricht aber Fußnote 6 der Autoren, in der steht, daß bei einer Veränderung der Lohnbildung in Österreich das OEF Modell bei der Simulation einer produktivitätsgebundenen Lohnbildung nicht mehr konvergiert.

Des weiteren geben die Autoren zu, daß die Art und Weise, wie die Reallohnsenkungen in das Modell eingebaut sind, gefährlich ist, da die Gleichung für die Preisbildung im OEF-Modell außer Kraft gesetzt wird. Dies stellt einen schwerwiegenden Eingriff in das Modell dar. Andererseits können die Gleichungen immer noch gelöst werden, so daß das Modell immer noch konvergiert.

Die geschätzten Lohnfunktionen wurden im Interesse der Lohnfindungshypothese (Lohnwachstum orientiert sich am Produktivitätswachstum) verändert. Wie diese Lohnfunktionen in den einzelnen Ländern geschätzt worden sind, ist unklar. Im allgemeinen geht aus dem Papier nicht heraus, in welchem Maße sich die europäischen Länder untereinander unterscheiden und wie die Wirtschaften untereinander verbunden sind. Dies ist auch wichtig für die Frage, warum sich die Effekte der Simulation für die einzelnen Länder unterscheiden. Die Wachstumseffekte der Währungsunion sind so für Kernländer wie Deutschland und Frankreich permanent höher und erfolgen später. Für andere Länder treten die Effekte eher auf, laufen aber auch aus.

Die Resultate sind wie folgt. Die Währungsunion allein führt nur geringe Wachstums- und Beschäftigungseffekte mit sich. Da das Modell weder die Binnenmarkt- noch die Konvergenzgewinne beinhaltet, sind die Gewinne aus der Währungsunion schon vorhanden. Andererseits sind die positiven Einflüsse der Währungsunion direkt in das Modell eingebaut worden. Dies ist zum Beispiel der Fall für den fünfprozentigen Aufschlag auf die Investitionen über einen Zeitraum von zwei Jahren, die exogen in das Modell implementiert werden. Ähnliches gilt für die Zinspolitik der zukünftigen EZB.

Die Simulation der Nominal- und Reallohnpolitik mag zwar ökonomisch Sinn machen. Andererseits ist nicht klar, wie Nominallohnsenkungen politisch durchzuführen sind. Das gleiche gilt auch für die Kopplung der Lohnbildung an das Produktivitätswachstum. Während dieses noch zu vertreten ist, ist es fraglich inwieweit andere europäische Länder der deutschen Lohnbildung folgen werden.

Am interessantesten und vielversprechendsten sind noch die Analysen über die Reformen der Systeme der sozialen Sicherung, sowie die Produktivitätsorientierung der Lohnbildung.

In einem früheren Papier von zwei der drei Autoren ist schon einmal ein ähnliches Thema aufgegriffen worden. Nach einer Untersuchung der strukturellen Stabilität von Lohnfunktionen griffen die Autoren die Frage auf, welche Konsequenzen ein einheitliches Lohnverhalten in Europa auf die Wettbewerbsfähigkeit und Schockabsorption haben würde. Die Autoren stellten zwei Vorteile der deutschen Lohnbildung fest. Zum einen orientieren sich deutsche Löhne längerfristig stark am Produktivitätswachstum. Dies ist aber nicht nur in Deutschland der Fall. Des weiteren verändern sich deutsche Löhne kurzfristig langsamer mit der Inflation als in anderen europäischen Ländern (ein hohes Maß an *nominal rigidity*).

Wachstumseffekte aus einer Annäherung der Lohnbildungen in Europa an das deutsche Modell kommen erst mit langjähriger Verzögerung zum Tragen. In den großen Ländern sind es sieben Quartale, in allen EWWU-Ländern sogar neun Quartale, bevor es zu einer erneuten positiven Abweichung gegenüber der Basissimulation kommt. Anderthalb bis zwei Jahre sind eine lange Zeit in der Politik, und obwohl die Abweichungen nach diesem Zeitpunkt, d. h. die Wachstumseffekte beträchtlich sind, ist der Zeitraum es auch.

Des weiteren stellen die Autoren fest, daß eine Spaltung in zwei Ländergruppen die positiven Ergebnisse außer Kraft setzt. Die Frage, in-

wieweit Länder wie Spanien und Portugal die deutsche Lohnbildung annehmen können, bleibt dahingestellt. Die prognostizierten *beggarthy-neighbour*-Effekte erscheinen mir sehr viel wahrscheinlicher als den Autoren.

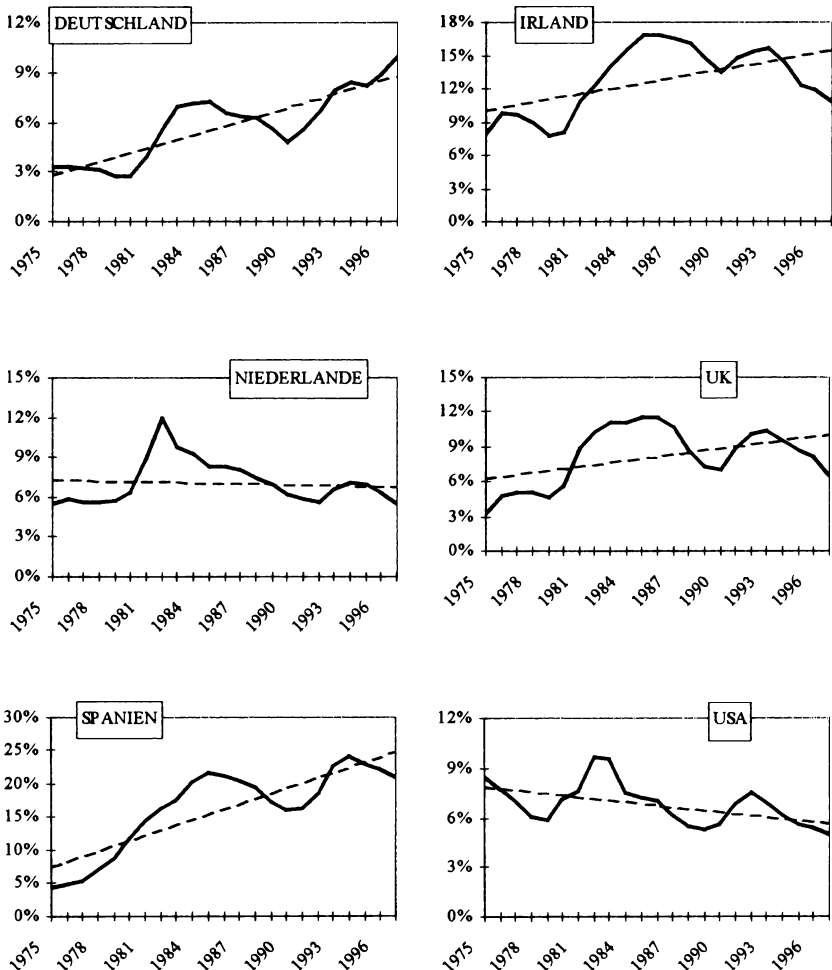


Abbildung 2: Arbeitslosigkeit (mit Trendlinien) in ausgewählten Industrienationen, 1975 - 1997

Andererseits ist eine Lohnbildung, die sich an der Produktivität orientiert, eher machbar als eine der deutschen Lohnbildung folgenden Politik.

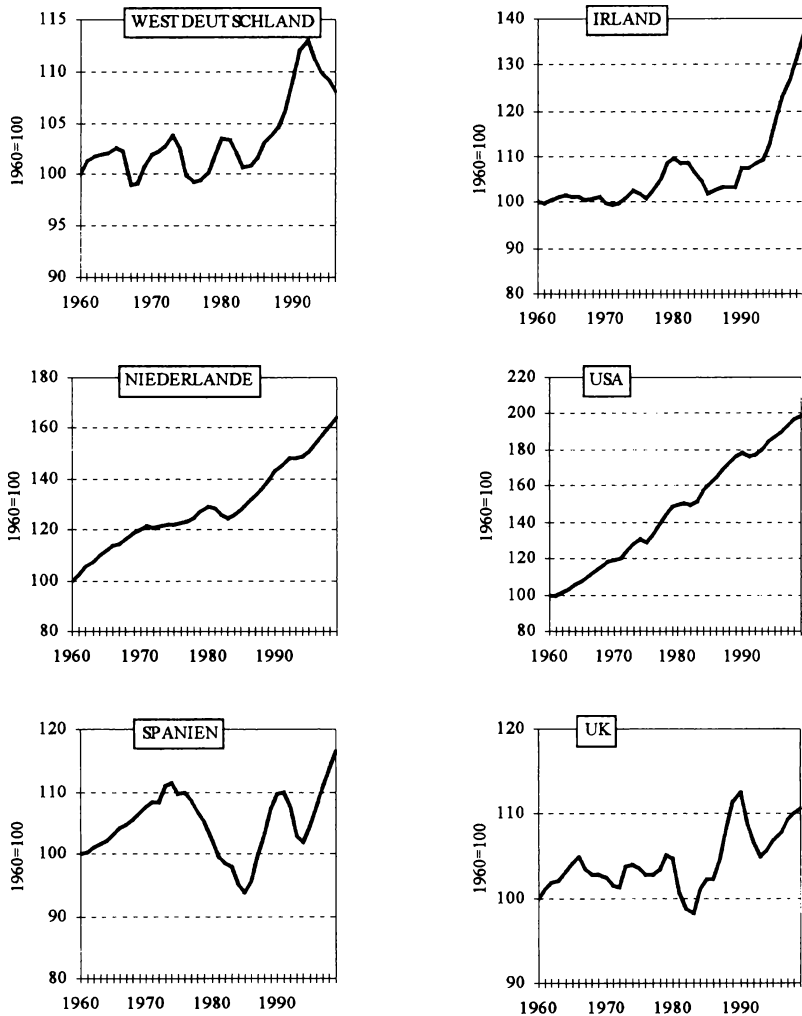


Abbildung 3: Beschäftigungswachstum in Deutschland und ausgewählten Industrienationen (1960 = 100), 1960 - 1997

In der Tat schlagen die Autoren diese Politik als Optimum vor. Viel mehr noch, die Autoren möchten, daß sich die Lohnentwicklung an der betreffenden Branche in Deutschland definiert, wobei sich so für Deutschland der geringste Handlungsbedarf für eine Reform der Lohnbildung nach Einführung einer gemeinsamen Währung ergibt. In dieser Hinsicht müßte, wie von den Autoren erwähnt, Deutschland die Rolle in der

Lohnpolitik spielen, die es jahrelang in der Geldpolitik gespielt hat, nicht immer zur Zufriedenheit seiner europäischen Nachbarn. Die Gefahr, daß Fehlentwicklungen in der deutschen Lohnpolitik die wirtschaftliche Stabilität in ganz Europa gefährden könnten, wird in einem Satz erwähnt, aber nicht zufriedenstellend aus dem Weg geräumt. Die restriktive Geldpolitik und die daraus folgenden Resultate für die europäische Wirtschaft nach der deutschen Wiedervereinigung sei ein warnender Punkt. Die Arbeit der EZB würde vereinfacht werden, aber eine Ankerrolle der größten Wirtschaft ist nicht immer ohne Probleme.

Ein wichtiges Argument der Autoren beruht auf der Prämisse, daß Europa einen integrierten Arbeitsmarkt besitzt. Dies ist offenkundig nicht der Fall, wie die folgenden Beispiele von großen Unterschieden beweisen. Natürlich gibt es überall innerhalb der EU-Mitgliedsstaaten zuviel Arbeitslosigkeit, wie Abbildung 2 demonstriert.

Es gibt mehrere Gründe für die Arbeitslosigkeit in der EU. Man kann aber den Anstieg der Arbeitslosigkeit nicht nur auf fehlende Arbeitsplätze schieben. Die Zahl der zusätzlichen Arbeitsplätze in einigen Ländern stieg seit 1960 beträchtlich, was aus Abbildung 3 ersichtlich wird.

Im europäischen Kontext haben vor allem die Niederlande, Irland seit Anfang und Spanien und Großbritannien seit Mitte der neunziger Jahre zugelegt. Unangefochten bleibt aber das Beschäftigungswachstum der USA. Deutschland mußte nach der Wiedervereinigung einen starken Einbruch erleben.

Andere große Unterschiede sind zum Beispiel die realen Wachstumsraten der EU-Mitgliedsländer, die in Tabelle 1 dargestellt sind.

Tabelle 1

Reale durchschnittliche BSP Wachstumsraten für Deutschland und ausgewählte Industrienationen

	1961 - 1972	1973 - 1997
Deutschland	4,3	2,3
EU-15	4,7	2,3
Frankreich	5,4	2,3
Italien	5,2	2,5
UK	2,9	2,1
USA	3,8	2,5
Japan	9,8	3,4

Im Vergleich zu seinen europäischen Partnern, sowie im internationalen Vergleich mit den USA und Japan, war Deutschlands Wachstum am Anfang des Zeitraumes sehr viel variabler und im Durchschnitt niedriger als das Wachstum in Frankreich und Italien. Dafür war es höher als das Wirtschaftswachstum in den angelsächsischen Ländern. Auch nach der Ölkrise war das Wachstum der italienischen Wirtschaft im Durchschnitt höher als in Deutschland. In den siebziger und Anfang der achtziger Jahre waren die Wachstumsraten der verschiedenen Länder ähnlicher. Ende der achtziger Jahre hingegen wuchs Deutschland stärker als seine europäischen Partner, bevor die Wiedervereinigung die Wachstumsraten fallen ließ.

Abbildung 4 gibt ein Beispiel für die unterschiedlichen Lohnkosten in der Industrie und deren historische Entwicklung seit 1980. Gezeigt werden die direkten und indirekten Kosten in ECU pro Stunde.

Es ist weithin bekannt, daß Deutschland die höchsten Lohnkosten besitzt, was eindeutig aus Abbildung 4 zu ersehen ist (bei ECU 28 pro Stunde). Im Vergleich liegen die USA bei weniger als fünfzig Prozent des deutschen Niveaus, während in Portugal und Griechenland die Lohnkosten bei unter fünf bzw. zehn ECU pro Stunde liegen.

Ein sehr unterschiedliches Bild ergibt sich auch bei der Verteilung der Arbeitslosigkeit auf verschiedene Altersgruppen, was in Abbildung 5 dargestellt ist.

Generell trifft die Arbeitslosigkeit die Altersgruppe von 15 - 24 Jahren am härtesten. Die Ausnahme ist Deutschland, wo die höchste Arbeitslosigkeit in der Altersgruppe von 50 bis 64 zu finden ist. Gründe dafür sind wohl die Lehrlingspolitik und die Rationalisierungsmaßnahmen nach der Wiedervereinigung.

Es gibt auch Unterschiede bei der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit zwischen der EU und den USA auf der Seite der Nachfragepolitik. Ein Beispiel dafür ist die Geldpolitik, für die allgemein die kurzfristigen Realzinsen als bester Indikator dienen. Die unterschiedliche Geldpolitik in den USA und der EU in den letzten zehn Jahren ist in Abbildung 6 zusammengefaßt.

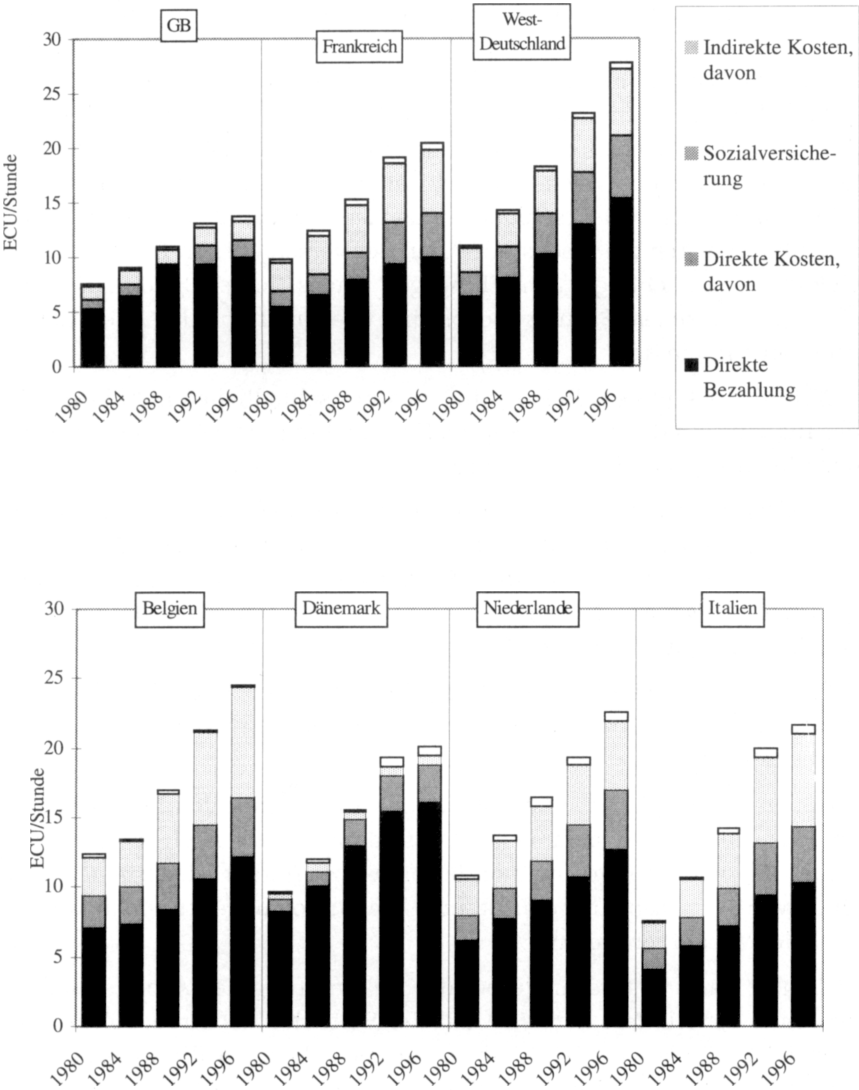
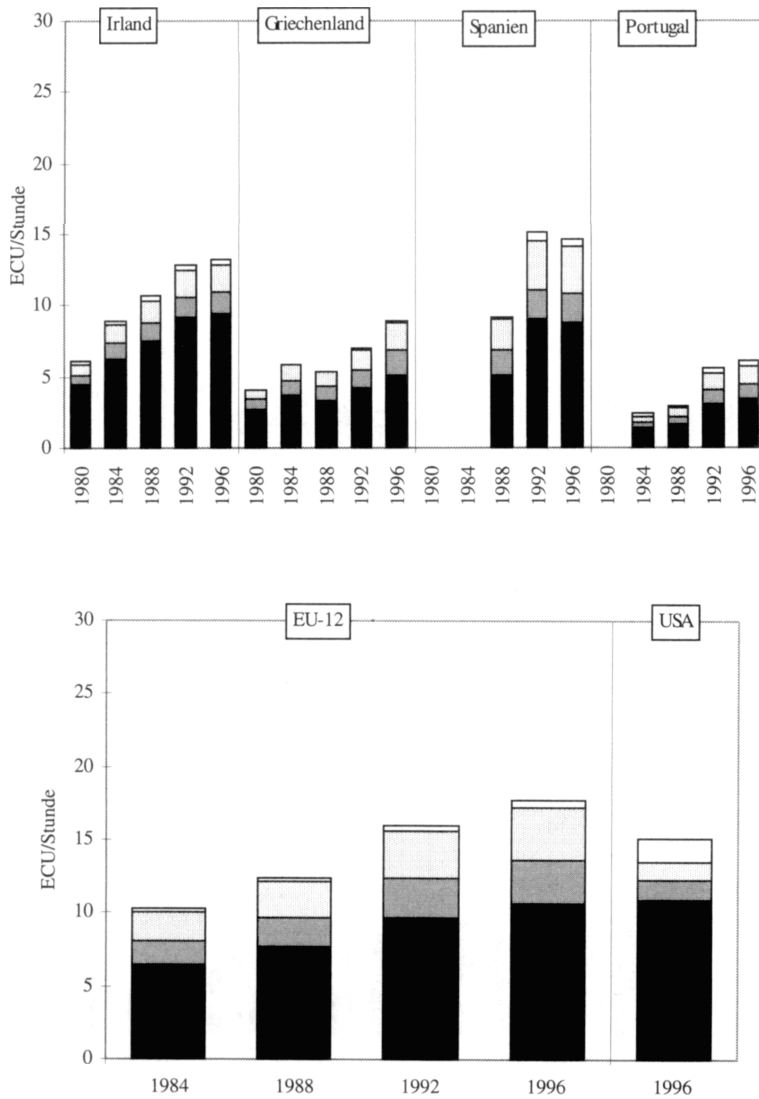


Abbildung 4: Lohnkosten



in der Industrie, 1980 - 1996

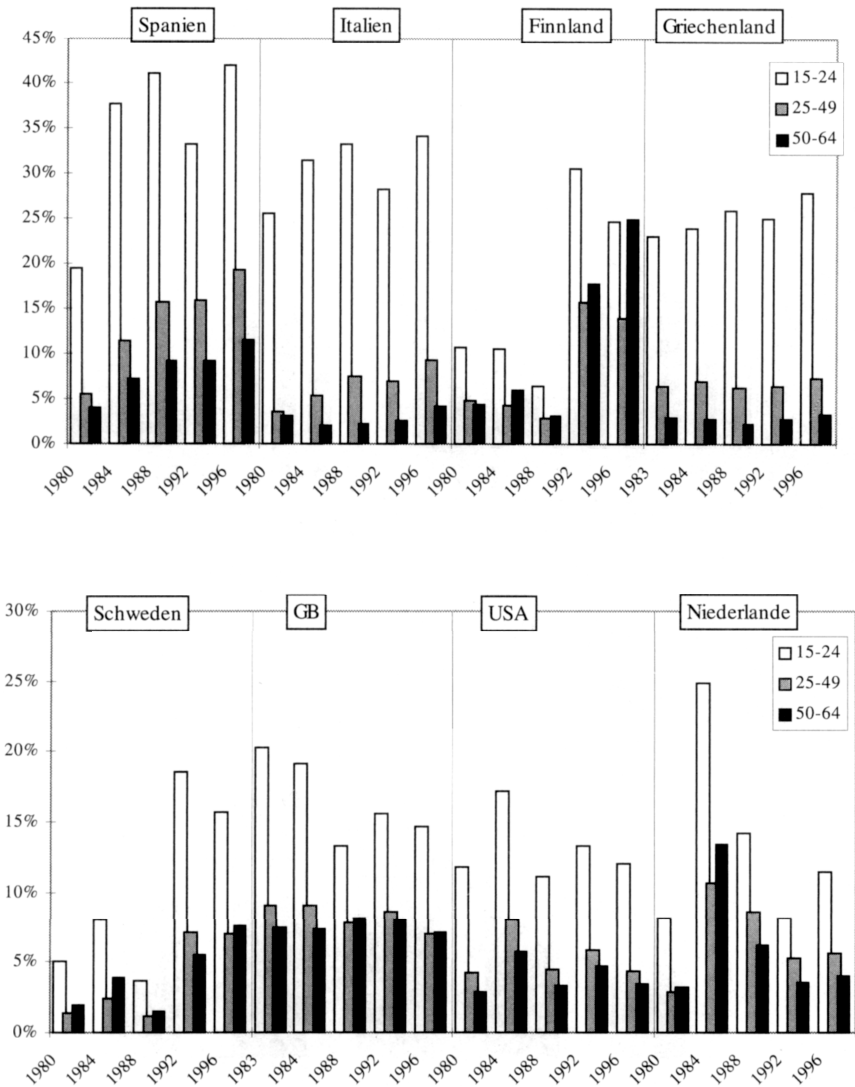
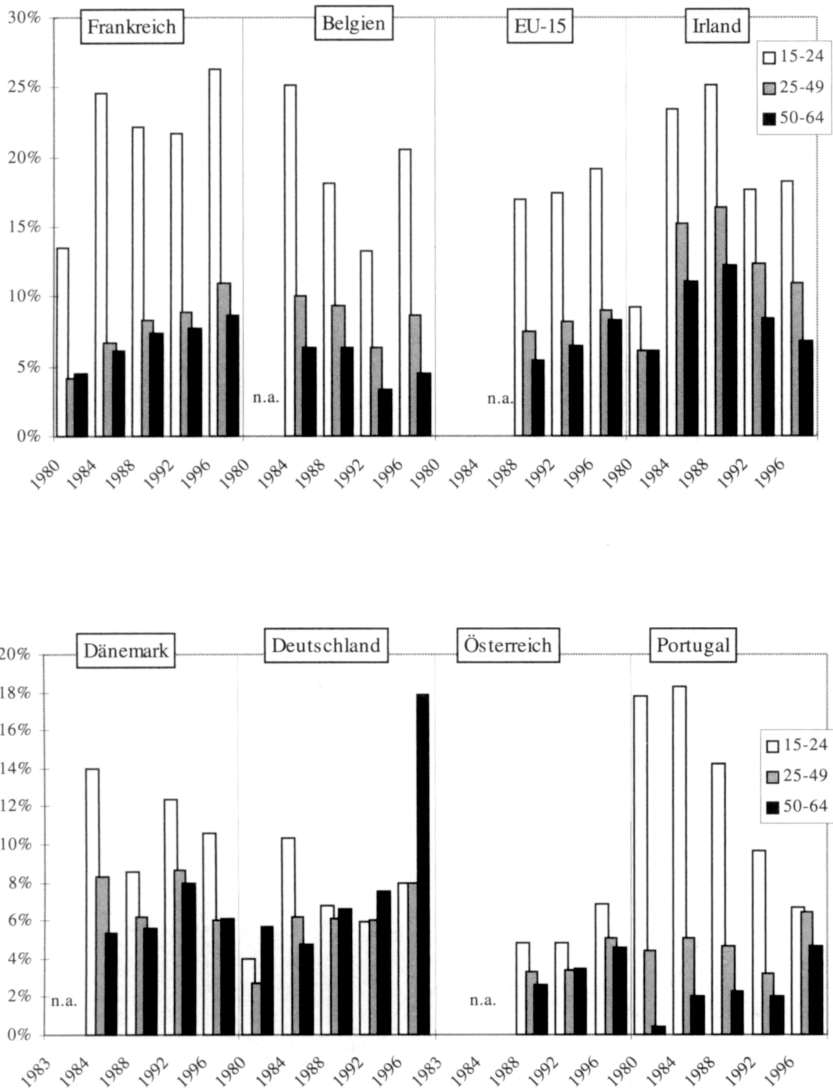


Abbildung 5: Arbeitslosenrate per Altersgruppe



in ausgewählten Industrienationen, 1980 - 1996

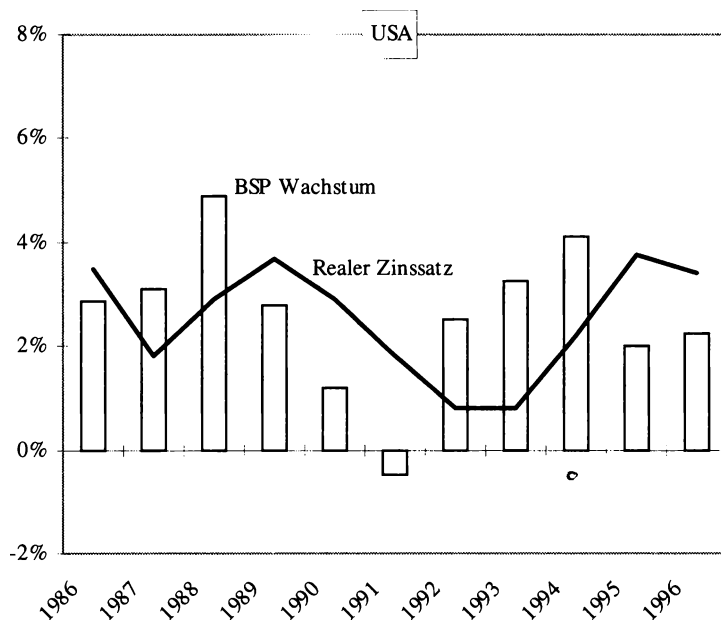
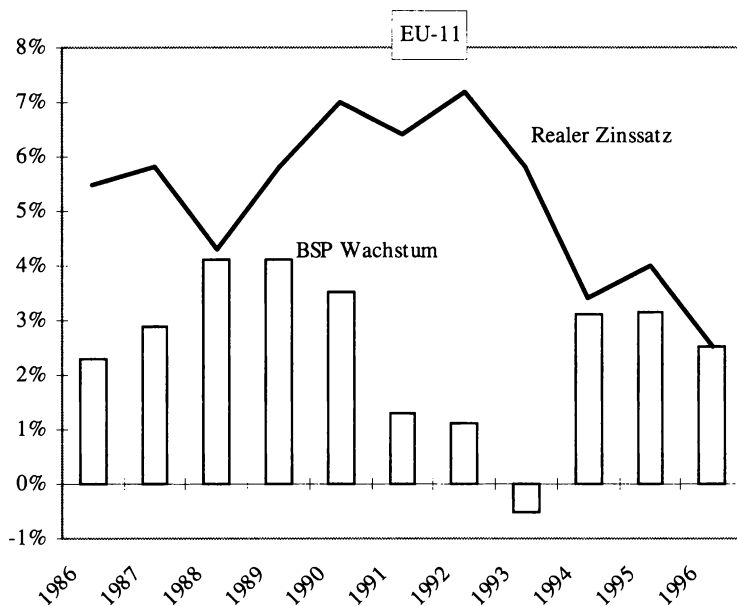


Abbildung 6: BSP Wachstumsraten und reale Zinssätze in der EU und den USA, 1986 - 1996

Während die kurzfristigen Realzinsen in der amerikanischen Rezession in den Jahren 1990 - 1991 unter zwei Prozent gefallen sind, war die Geldpolitik in der EU sehr viel restriktiver. So wurden im selben Zeitraum die kurzfristigen Realzinsen in der EU über fünf Prozent gehalten.

Der letzte große Unterschied betrifft die Lohnkosten sowie die Lohnfunktion. In diesem Zusammenhang plädieren die Autoren für eine Konvergenz der europäischen Lohnfunktionen und Lohnprozesse an das deutsche Modell. In welchem Sinne kann Deutschland eine Modellfunktion inne haben? Selbst wenn die Konvergenz nicht im Zusammenhang mit dem deutschen Lohnniveau, sondern nur mit dem Lohnprozeß steht, kann letzteres selbst ein Problem darstellen, wenn das Lohnkostenniveau nicht kompatibel mit Vollbeschäftigung ist. Eine Förderung der Konvergenz kann sicher nicht auf dem deutschen Lohnniveau passieren, welches eindeutig zu hoch ist. Andererseits ist die Nichtkonvergenz für andere Länder zur Schaffung von Arbeitsplätzen außerordentlich nützlich. Drittens ermöglicht dies manchen Ländern auch, auf anderen Gebieten zu konvergieren.

Als Anker ist der deutsche Lohnprozeß nicht sehr sinnvoll, was folgendes Argument zeigt. Eine Ankoppelung der Lohnsteigerung am beobachteten oder endogenen Produktivitätswachstum führt zu einem Teufelskreis. Man stelle sich einen Schock in der Lohnfunktion vor, der zu einem Anstieg des Reallohns führt. Als Resultat werden die Unternehmen rationalisieren, was zu einer Produktivitätszunahme führt. Laut der Annahme der Bindung von Löhnen und Produktivität führt diese höhere Produktivität aber zu höheren Löhnen und so weiter. Bei der Idee der Orientierung der Löhne an der Produktivität muß es sich so um die Produktivität bei Vollbeschäftigung und nicht um die beobachtete Produktivität handeln.

Abstract

The European Labour Market and the Euro – A Simulation Study on the OEF Model

Comment by Alfred Steinherr

In the light of stylised facts about European unemployment, the paper discusses and criticises simulation results of different wage policies in a macroeconomic model of European labour markets under European Monetary Union (EMU). These policies are nominal wage, real wage and wage cost reductions. As a result of the simulations, a direct link between EMU-members' wage and German pro-

ductivity increases is proposed as the optimal European policy. The underlying model, however, is not robust to the Lucas critique, which will undoubtedly apply under EMU, and suffers from econometric problems. Furthermore, the political implementation of the proposals seems doubtful.

JEL classification: C52, C53, E17

European Investment Bank, 100 Boulevard Konrad Adenauer, L-2950 Luxemburg

Teilnehmerverzeichnis der 61. Jahrestagung (wissenschaftlicher Teil)

Leiter der Tagung: Lutz Hoffmann, Vorsitzender der ARGE

Mitgliedsinstitute:

Berlin	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) Lutz Hoffmann, Ralf Messer (Generalsekretär der ARGE), Bernhard Seidel,
Berlin	Forschungsinstitut der IWWWW Helmut Matthes
Bonn	IWG Bonn, Wissenschaftszentrum Adrian Ottnad
Essen	Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI) Györgi Barabas, Peter Hernold, Peter Hohlfeld, Paul Klemmer, Elke Schäfer-Jäckel, Dirk Soyka, Hans-Karl Starke, Ullrich Taureg
Halle	Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) Rüdiger Pohl, Joachim Ragnitz
Hamburg	HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung Otto G. Mayer, Hans-Eckart Scharrer
Kiel	Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel (IFW) Joachim Scheide, Horst Siebert
Köln	Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität zu Köln Juergen B. Donges, Johann Eekhoff, Markus Fredebeul-Krein, Andreas Freytag, Alexander Lepach, Jörg Mallossek, Steffen Roth, Angela Schürfeld, Axel Wehmeier, Pia Weiß, Ralf Zimmermann
Mannheim	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) Herbert S. Buscher, Wolfgang Franz, Claudia Müller
München	ifo-Institut für Wirtschaftsforschung Gebhard Flaig, Wolfgang Ochel, Karl Heinrich Oppenländer
München	Osteuropa-Institut München Hermann Clement

Nürnberg	Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung der Bundesanstalt für Arbeit (IAB) Heinz Werner
Nürnberg	GfK Nürnberg, Gesellschaft für Konsum-, Markt- und Absatzforschung e.V. Rolf Bürkl
Tübingen	Institut für Angewandte Wirtschaftsforschung Karsten-Dietmar Freimann
Wiesbaden	Statistisches Bundesamt Hartmut Essig

Referenten/Korreferenten:

Claudia M. Buch
(Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel)

Vera Dietrich
(Institut für Wirtschaftsforschung Halle)

Barbara Dluhosch
(Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Köln)

Jürgen von Hagen
(Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn)

Stefan Homburg
(Universität Hannover)

Gustav A. Horn
(Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin)

Susanne Lapp
(Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel)

Heinz-Joachim Neubürger
(Mitglied des Vorstandes der Siemens AG, München)

Alfred Steinherr
(EIB Europäische Investitionsbank)

Roland Vaubel
(Universität Mannheim)

Wolfgang Scheremet
(Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin)

Ministerien:

Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung
Claus Hofmann

Bundesministerium für Wirtschaft
Michael Baron, Bernd Diekmann, Karl-Heinz Groß, Norbert Hoekstra, Winfried Horstmann, Ralph Langhoff, Horst Lehmeier, Eberhard Moths, Andreas Nicolin, Klaus-Werner Schatz

Universitäten:

Leif-Eric Wollenweber (Gerhard-Mercator-Universität Duisburg)

Sonstige:

Dieter Schultes
(Gemeinschaft zum Schutz der deutschen Sparer)
Christoph Ottow (Hümmerich & Partner, Rechtsanwalt)

Presse:

ADN
Stefan Uhlmann
Die Woche
Christian Baulig
dpa-Bonn
Wolfgang Bunse
Fuchsbriefe
Ralf Vielhaber
Knight-Ridder/Bridge News
Brian Parkin
Wirtschaftswoche
Monika Dunkel
Christian Schütte
VWD
Ilona Wissenbach
Market News
Birgit Jennen