

26. VOLKSWIRTSCHAFTLICHE TAGUNG 1998
DER OESTERREICHISCHEN
NATIONALBANK

Wirtschaftspolitik 2000 – Die Rolle der Wirtschaftspolitik und nationaler Notenbanken in der WWU



INHALT



ADOLF WALA	
Tagungseröffnung und Einleitung	4
RUDOLF EDLINGER	
Wirtschaftspolitische Koordination in der WWU	10
<i>Podiumsdiskussion</i>	
GERTRUDE TÜMPEL-GUGERELL, MODERATION	
PAUL DE GRAUWE	
PHILIPPE LAGAYETTE	
MICHAEL MUSSA	
IGNAZIO VISCO	
Ist wirtschaftspolitische Koordination in der WWU erforderlich? Is economic co-ordination necessary in EMU?	18
<i>Podiumsdiskussion</i>	
HELMUT KRAMER	
ERHARD FÜRST	
LEOPOLD MADERTHANER	
WOLFGANG RUTTENSCHNIGER	
HERBERT TÜMPEL	
FRIEDRICH VERZETNITSCH	
ADOLF WALA	
Österreichs wirtschaftspolitischer Spielraum in der WWU	34
VIKTOR KLIMA	
Wirtschaftspolitische Ziele der österreichischen EU-Präsidentschaft	58
KLAUS LIEBSCHER	
Die Rolle einer nationalen Zentralbank im ESZB am Beispiel der OeNB	66
HELMUT FRISCH UND SYLVIA STAUDINGER	
Which target for the ECB? – A comparative analysis	82
JEAN-CLAUDE CHOURAQUI	
Comment on: Which target for the ECB – A comparative analysis	94
OTMAR ISSING	
Welche geldpolitische Strategie für die EZB?	102
ROBERT MUNDELL	
International consequences of the euro	116
WILLIAM R. WHITE	
Der Strukturwandel der Finanzindustrie in Europa The transformation of the European financial industry	126
GERTRUDE TÜMPEL-GUGERELL, MODERATION	
MICHAEL FOOT	152
FRANCESCO GIAVAZZI	156
KARL SAMSTAG	162
ANDREAS TREICHL	170
ADOLF WALA	
Resümee und Schlußwort	174
Franz-Weninger-Stipendium	178
Die Vortragenden	180

ADOLF WALA*)
GENERALDIREKTOR
DER
OESTERREICHISCHEN
NATIONALBANK



*) Seit 1. September 1998
Präsident der Oesterreichischen
Nationalbank

Tagungs-
eröffnung
und
Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren!

Waren am vergangenen Wochenende noch alle Blicke gebannt nach Brüssel gerichtet, wo historische Entscheidungen in der Geschichte der europäischen Integration getroffen wurden, so hat sich nun zumindest ein Teil der Aufmerksamkeit nach Wien verlagert, wo ich Sie zur 26. Volkswirtschaftlichen Tagung der Oesterreichischen Nationalbank sehr herzlich begrüßen darf. Generalthema unserer Konferenz ist die



Rolle der Wirtschaftspolitik und nationaler Notenbanken in der Wirtschafts- und Währungsunion.

Vor wenigen Tagen beschloß der Europäische Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs, daß die Stufe 3 der Wirtschafts- und Währungsunion am 1. Jänner 1999 mit elf Teilnehmern beginnen wird. Ab diesem Zeitpunkt gibt es für die dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Mitgliedstaaten nur noch eine gemeinsame Geldpolitik und einen einheitlichen Wechselkurs. Die Verantwortung für die übrige Wirtschaftspolitik, einschließlich der Fiskal-, Sozial- und Einkommenspolitik, verbleibt hingegen vorbehaltlich der Bestimmungen des Art. 104 c des EU-Vertrags sowie des Stabilitäts- und Wachstumspakts vorerst weitgehend bei den teilnehmenden Mitgliedstaaten.

Mag es auch in Österreich – ähnlich wie in anderen Ländern mit einer langjährigen Stabilitätskultur –

berechtigte und unberechtigte Sorgen bezüglich der Einführung des Euro geben, so bin ich überzeugt, daß die Voraussetzungen für einen erfolgreichen Start der Währungsunion gegeben sind. Grundsätzlich möchte ich betonen, daß die Währungsunion in Hinblick auf das politische Zusammenwachsen Europas und die Notwendigkeit einer höheren Wettbewerbsfähigkeit eine einmalige Chance bietet. Allerdings wird mit dem Wegfall der Wechselkurspolitik als Anpassungsinstrument im Falle asymmetrischer Schocks die Bedeutung der Flexibilität von Preisen und Löhnen sowie die Mobilität von Arbeitnehmern und Produktionsfaktoren immer wichtiger. In Hinblick auf den Wachstums- und Stabilitätspakt möchte ich – nicht ohne gewissen Stolz – betonen, daß Österreich durch die enge Bindung des Schillings an die D-Mark die Spielregeln einer Währungsunion seit nahezu zwei Jahrzehnten nicht nur theoretisch kennt, sondern auch praktisch eingehalten hat. Wenn immer die fundamentalen Wirtschaftsdaten – etwa die Leistungsbilanz oder das Budget – aus dem Lot zu geraten drohten, ist es uns gelungen, mit Hilfe eines ausgewogenen Policy Mix, der von Regierung, Sozialpartnern und Notenbank verhandelt wurde, wobei die flexible und produktivitätsorientierte Lohnpolitik eine wichtige Rolle spielte, die Dinge wieder ins Gleichgewicht zu bringen.

Meine Damen und Herren!

Ein hohes, nichtinflationäres und arbeitsplatzschaffendes Wirtschaftswachstum in der Gemeinschaft liegt zweifellos im Interesse aller EU-Mitgliedstaaten. So betrachten gemäß Art. 103 des EU-Vertrags die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamen Interesse. Außerdem

verpflichten sie sich dazu, ihre Wirtschaftspolitik enger zu koordinieren. Dies ist unbestritten eine wesentliche Voraussetzung für die Effizienz der Wirtschaftspolitik in Stufe 3. Der ECOFIN-Rat wird weiterhin das zentrale Gremium für die Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten sein. Außerdem haben die Minister der dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Staaten die Möglichkeit, im informellen Rahmen – im sogenannten Euro-X-Rat, in Zukunft Euro-11-Rat – Fragen zu erörtern, die im Zusammenhang mit ihrer gemeinsam getragenen Verantwortung für die gemeinsame Währung stehen. Die erste Sitzung dieses Gremiums soll übrigens unter österreichischem Vorsitz stattfinden. Mehr darüber werden wir sicher im nachfolgenden Referat von Herrn Bundesminister Edlinger erfahren.

Sehr geehrte Damen und Herren!

Ich möchte in meinen einleitenden Worten nicht schon vieles vorwegnehmen, das Sie im Laufe der Tagung aus besonders kompetenter Sicht hören werden; sind doch einmal mehr zahlreiche international anerkannte Experten aus den Bereichen Wirtschaft, Wissenschaft und Politik unserer Einladung nach Wien gefolgt. Vielmehr möchte ich Ihnen als Einstimmung einen kurzen Überblick über den geplanten Tagungsverlauf anbieten. Neben dem bereits erwähnten Referat von Bundesminister Rudolf Edlinger wird der heutige Nachmittag von zwei Podiumsdiskussionen bestimmt: Zunächst wird eine internationale Gesprächsrunde den Gründen für eine verstärkte Koordinierung der Wirtschaftspolitik in Stufe 3 nachgehen. Danach werde ich zusammen mit führenden Vertretern der Sozialpartner Österreichs die Frage des regionalen wirtschaftspoliti-

schen Spielraums in der Währungsunion erörtern.

Im traditionellen Kammingespräch wird schließlich Herr Bundeskanzler Klima zu Fragen der bevorstehenden EU-Präsidentschaft unseres Landes Rede und Antwort stehen. Die Präsidentschaft Österreichs beginnt am 1. Juli 1998, also genau einen Tag nach der feierlichen Einsetzung der Europäischen Zentralbank, und wird geprägt sein durch die entscheidenden letzten Vorarbeiten für den erfolgreichen



Start der Stufe 3 der WWU am 1. Jänner 1999.

Am morgigen Vormittag geht es zunächst um die Rolle der nationalen Notenbank als Teil des Europäischen Systems der Zentralbanken. Wie seine Partner in der EU, hat Österreich in den vergangenen Jahren große Anstrengungen insbesondere im Fiskalbereich unternommen, um von Anbeginn in der Stufe 3 teilnehmen zu können. Die Euro-Reife unseres Landes wurde in den Konvergenzberichten von EU-Kommission und EWU sowie durch die Entscheidung der Staats- und Regierungschefs am vergangenen Wochenende vorbehaltlos bestätigt. Nicht nur die österreichische Wirtschaft ist ausgezeichnet vorbereitet auf die Stufe 3, auch die Oesterreichische Nationalbank setzt schon seit geraumer Zeit – unter meiner Federführung als Generaldirektor – die nötigen Schritte, um den neuen Herausforderungen gewachsen zu sein. Sämtliche geldpolitischen Ent-

scheidungen für den Euro-Raum werden in Zukunft in Frankfurt getroffen, durch den EZB-Rat, in dem auch der österreichische Notenbankgouverneur vertreten sein wird und mitbestimmen kann. Wir haben – vor diesem Hintergrund – die Kapazität und Qualität unserer Analyseabteilungen in den vergangenen Jahren erweitert bzw. verbessert. Besondere komparative Vorteile sehe ich für die OeNB – nicht zuletzt in Hinblick auf die EU-Osterweiterung – bei der Analyse der



mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften. Umgesetzt werden die geldpolitischen Entscheidungen weiterhin durch die nationalen Notenbanken, die damit durch die Nähe zu ihren jeweiligen Wirtschaftsräumen auf regionale Besonderheiten Rücksicht nehmen können.

Die möglichen geldpolitischen Strategien wurden im Rahmen der Vorarbeiten des Europäischen Währungsinstituts unter Mitwirkung der OeNB genau untersucht. Einen Vergleich der geldpolitischen Alternativen stellt für uns auch Professor Frisch von der TU Wien an, während Professor Issing die Frage der für die EZB zweckmäßigsten geldpolitischen Strategie behandeln wird. Unsere Volkswirtschaftliche Abteilung hat schon vor einigen Jahren eine Lösung vorgeschlagen, die Elemente sowohl der Geldmengensteuerung als auch eines Inflationsziels zu berücksichtigen; es hat nun den Anschein, daß ein solches Konzept mehr Anhänger findet.

Meine Damen und Herren!

In Diskussionen werde ich immer wieder gefragt: Wird der Euro in seinem Außenwert eine starke Währung, kann er dem Dollar die Rolle als Weltleitwährung streitig machen? Dies sind Fragen, die die breite Öffentlichkeit sehr beschäftigen. Um so mehr freut es mich, daß wir zu diesem Thema als prominenten Luncheon-Speaker Professor Mundell begrüßen dürfen.

Schließlich steht der letzte Teil der diesjährigen Tagung im Zeichen der Finanzmärkte und der in diesem Bereich erfolgenden nötigen Anpassungen.

Wie Sie sehen, meine Damen und Herren, haben wir ein sehr umfangreiches Programm vor uns. Ich möchte Ihre Aufmerksamkeit deshalb nicht mehr länger auf mich ziehen und erkläre hiermit die 26. Volkswirtschaftliche Tagung der Oesterreichischen Nationalbank für eröffnet. 



RUDOLF EDLINGER
BUNDESMINISTER
FÜR FINANZEN



Wirtschaftspolitische Koordination in der WWU

Die Organe der Europäischen Union haben vor wenigen Tagen entschieden, welche Staaten ab 1. Jänner 1999 an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion teilnehmen sollen. In wenig mehr als 200 Tagen beginnt somit die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion mit elf Teilnehmerstaaten.

Ich halte das weitere Zusammenwachsen Europas und der Europäischen Union für enorm wichtig, weil es zur Sicherung des Friedens und zur Förderung des wirtschaftlichen und sozialen Fortschritts auf unserem Kontinent beiträgt. Die Einführung einer gemeinsamen Währung, des Euro, ist der nächste und sehr wichtige Schritt dieser europäischen Integration.

Einerseits wird der europäische Binnenmarkt künftig von Wechselkursschwankungen verschont bleiben, unter denen auch die österreichische Wirtschaft in diesem Jahrzehnt zu leiden hatte. Wachstumseinbußen und der Verlust von vielen Arbeitsplätzen waren die Folgen. Durch fixe Wechselkurse und eine gemeinsame Währung wird dagegen der Wettbewerb innerhalb Europas fairer und transparenter; und berechenbare wirtschaftliche Rahmenbedingungen sind auch eine



Grundlage für mehr Wachstum und Beschäftigung.

Andererseits hat die Schaffung eines gemeinsamen Währungsraums weit über Europa hinaus Bedeutung. Wir werden mit dem Euro die zweite Weltwährung neben dem Dollar haben und damit wesentlich zur Stärkung unseres europäischen Wirtschaftsraums im weltweiten Wettbewerb beitragen. Die Euro-Zone wird in einem ersten Schritt mit ihren elf Mitgliedstaaten knapp 290 Mio Einwohner umfassen. Sie wird eine jährliche Wirtschaftsleistung von etwa 5.800 Mrd ECU oder umgerechnet 81.000 Mrd S haben. Das ist etwa so viel wie die Wirtschaftsleistung der USA und deutlich mehr als jene Japans.

Diese Euro-Zone weist außerdem hervorragende wirtschaftliche Eckdaten auf:

- Die Inflation beträgt in dieser Zone nur 1,5 %.
- Die öffentlichen Defizite betragen 1998 nur 2,4 % des BIP.

- Die durchschnittliche Schuldenquote wird knapp 74% des BIP betragen – mit sinkender Tendenz.
- Die langfristigen Zinsen liegen bei etwa 5%, weil die Finanzmärkte schon seit längerem mit dem Kommen und auch der Stabilität des Euro rechnen.

1999 werden sich die Indikatoren der Euro-Zone voraussichtlich weiter verbessern. Zugleich gibt es einen von Unternehmens- und Konsumentenvertrauen getragenen Konjunkturaufschwung. Die Euro-Zone wird also ökonomisch und sozial stabil, wachstums- und beschäftigungsfördernd sein. Der Euro selbst wird dadurch eine besonders preisstabile Währung sein, preisstabiler als dies jemals in der jüngeren europäischen Geschichte möglich war.

Und unser Land wird daraus viele Vorteile ziehen. Für Österreich – so prognostizieren Wirtschaftsforscher – wird der Euro mittelfristig einen zusätzlichen Wachstumsimpuls sowie ein Mehr an Beschäftigung bringen, wenn es uns gelingt, den bisher erfolgreichen wirtschaftspolitischen Kurs fortzusetzen und die neuen Chancen zu nutzen. Draußen bleiben hieße dagegen, spekulative Attacken auf unsere Währung zu riskieren, den harten Schilling aufs Spiel zu setzen, Wachstumseinbußen und Beschäftigungsverluste in Kauf zu nehmen.

Die Wirtschafts- und Währungsunion ist aber nicht nur ein enorm wichtiges ökonomisches Gebilde. Auch die Sozial-, die Umwelt-, die Bildungs- oder die Beschäftigungspolitik haben in diesem neuen Europa hohen Stellenwert. Wir wollen ein Europa, daß nicht nur für die neuen globalen wirtschaftlichen Herausforderungen gestärkt ist. Wir wollen ebenso ein Europa,

- wo die Bürger einen gerechten Anteil am wachsenden Wohlstand haben,
- wo ausreichend soziale Sicherheit gewährleistet wird und
- wo Arbeitsplätze geschaffen werden und im Kampf gegen die Arbeitslosigkeit nicht nachgelassen wird. Die nationalen Aktionspläne für Beschäftigung in den einzelnen Mitgliedstaaten werden hierzu wichtige Schritte setzen.

Österreich hat seine Hausaufgaben zur Teilnahme an der Wirtschafts- und Währungsunion gut gemacht und die Reifeprüfung für den neuen globalen Wettbewerb bestanden. Jetzt gilt es, die neuen Chancen wahrzunehmen.

Eine der entscheidenden Fragen für die Stabilität der Wirtschafts- und Währungsunion wird die wirtschaftspolitische Koordinierung sein. Denn für etliche teilnehmende Länder haben sich diese wirtschaftspolitischen Grundlagen in unterschiedlichem Ausmaß verändert. Es gibt beispielsweise unterschiedlich lange Erfahrungen mit einer an einer „harten“ Währung ausgerichteten Geldpolitik.

Für Österreich, das seit fast zwei Jahrzehnten seinen Schilling an die D-Mark gebunden und damit sehr gute Erfahrungen gemacht hat, bedeutet die kommende Währungsunion einen weit weniger dramatischen Umbruch in der Wirtschaftspolitik als für jene Länder, die noch vor kurzem das Wechselkursinstrument eingesetzt haben.

Der neue wirtschaftspolitische Rahmen für die Länder der Euro-Zone wird einerseits von der gemeinsamen europäischen Geldpolitik bestimmt werden: Diese wird von der Europäischen Zentralbank gemeinsam mit den Notenbanken der Mitgliedsländer – also dem Europäischen System der Zentral-

banken – durchgeführt. Die zweite wesentliche Komponente ist die weiterhin auf der nationalen Kompetenz verbleibende Fiskal-, Arbeitsmarkt- und Strukturpolitik.

Diese Kombination einer zentralisierten Geldpolitik mit dezentralen Fiskalpolitiken kann ohne Koordinierung zu wirtschaftspolitisch unerwünschten Resultaten führen. Und zwar dann, wenn einzelne oder alle Fiskalpolitiken die Richtung der Geldpolitik konterkarieren.



Aus diesem möglichen Dilemma entsteht ein mehrfacher Koordinierungsbedarf:

- Zum einen müssen die Fiskalpolitiken der einzelnen Euro-Länder miteinander koordiniert werden, damit sie nicht gegenläufige Effekte auf die Wirtschaft der anderen Länder ausüben. Das heißt, es muß durch Absprachen bzw. gegenseitige Information verhindert werden, daß von der Fiskalpolitik eines Landes negative Einflüsse auf die anderen Länder ausgehen, und zwar sowohl von einer zu restriktiven als auch von einer zu expansiven Fiskalpolitik.
- Zum anderen müssen die bereits koordinierten Fiskalpolitiken mit der Geldpolitik koordiniert werden, um einen optimalen wachstums- und beschäftigungsintensiven Policy Mix zu erzeugen. Hier geht es darum, wie in jedem Land, Gespräche über die Einschätzung der gesamteuro-

päischen Konjunkturlage, über die Situation der Wettbewerbsfähigkeit, über geplante Vorhaben usw. zu führen, damit wirtschaftspolitische Richtungen zueinander passen.

- Zum dritten bedarf es einer Abstimmung zwischen ECOFIN (also den Repräsentanten der Fiskalpolitik) und der EZB in Fragen der Wechselkurspolitik, vor allem dann, wenn etwa Wechselkursarrangements mit Drittländern getroffen werden sollen.

Die Ziele der Koordinierung sind also:

- ungünstige Wechselwirkungen der Wirtschaftsentwicklung zwischen einzelnen Staaten zu minimieren,
- die Vorteile eines gemeinsamen Vorgehens in bestimmten Bereichen der Wirtschaftspolitik zu nützen und
- durch koordinierte Politik den potentiellen Nutzen aus der Währungsunion ausschöpfen zu können.

Insgesamt muß es in der WWU darum gehen, zwischen den einzelnen Akteuren der Wirtschaftspolitik, also den Finanzministerien der Mitgliedstaaten, deren Notenbanken sowie dem ESZB, dem ECOFIN und der EU-Kommission geeignete kooperative Muster zu entwickeln, um eine gemeinsame zielgerichtete, an der Wohlstandssteigerung der Menschen ausgerichtete Wirtschaftspolitik zu entwickeln.

Koordinierung und Kooperation sind für die EU kein Neuland. Schon in den Römer-Verträgen wurden die Koordinierung und die Konvergenz makroökonomischer Politiken als wirtschaftspolitische Ziele formuliert. Der EU-Vertrag sieht eine ganze Reihe von Koordinierungsmöglichkeiten und -gebieten für die Wirtschaftspolitik vor:

Wirtschaftspolitik ist von den Mitgliedstaaten grundsätzlich in Hinblick auf die gemeinsamen Ziele der EU-Wirtschaftspolitik zu betreiben, besagt etwa Art. 102 a.

Art. 103 enthält einen Monitoring-Mechanismus, der laufend die Entwicklungen der einzelnen Mitgliedstaaten überprüft und für deren Übereinstimmung mit den sogenannten „Grundzügen der Wirtschaftspolitik“ sorgt. Diese Grundzüge geben ein Gerüst für die Wirtschaftspolitik vor.

Ebenso enthält der Pakt für Wachstum und Stabilität eine Reihe von Koordinierungselementen, da er die jährliche Vorlage und Überprüfung von Stabilitätsprogrammen vorsieht. Diese stellen nicht nur eine Verpflichtung für alle an der Währungsunion teilnehmenden Länder dar, sondern auch einen Schutzmechanismus, daß die Fiskalpolitik der anderen WWU-Mitglieder keine negativen Auswirkungen auf die eigene Wirtschaftsentwicklung ausüben.

Letztlich enthält auch der in Amsterdam und Luxemburg in Gang gesetzte Beschäftigungsmechanismus in Form der beschäftigungspolitischen Leitlinien sowie den darauf aufbauenden nationalen Aktionsplänen Elemente der Koordinierung, da die Übereinstimmung der Aktionspläne mit den jeweils gültigen beschäftigungspolitischen Leitlinien überprüft wird.

Wie an diesen Beispielen sichtbar wird, gibt es in der EU, und stärker noch in der WWU, eine deutliche Abgrenzung zwischen den auf zentraler EU-Ebene durchzuführenden Politikbereichen – wie der Geldpolitik – und den in nationaler Kompetenz verbleibenden anderen Politikbereichen – wie Fiskalpolitik, Struktur- und Beschäftigungspolitik. Und trotzdem gibt es die gegenseitige Information bzw. Überprü-

fung auf Übereinstimmung mit den gemeinsamen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen der EU.

Die Idee zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik ist also nichts Neues, aber sie war noch nie so wichtig. Denn in der WWU haben Politikergebnisse eines Landes weit stärkere Auswirkung auf andere Länder als bisher. Dies trifft nicht nur auf die Ergebnisse der Fiskalpolitik zu, sondern auch auf Strukturpolitik. Aus diesen Gründen ist in der WWU der Koordinierungsbedarf höher als bisher.

Dieser Argumentation folgend haben sich die Finanzminister – meiner Meinung nach vollkommen zu Recht – darauf geeinigt, ein Gremium zu schaffen, das neben den bereits auf EU-Ebene bestehenden Institutionen und Regelungen die besonderen Koordinierungsaufgaben wahrnimmt, die durch die Schaffung der künftigen WWU notwendig werden. Bei diesem (informellen) Gremium handelt es sich um den sogenannten Euro-X-Rat, den man bald in Euro-11-Rat umbenennen wird.

Dieses Gremium hat spezifisch die Aufgabe, jene unterschiedlichen Bereiche der Wirtschaftspolitik zu besprechen und zu koordinieren, die im besonderen die elf Mitglieder der Euro-Zone betreffen. Dazu sind nach den Vereinbarungen auch jene Nichtmitglieder der Euro-Zone zu laden, die von einzelnen Materien ebenso betroffen sind.

Neben diesem informellen Koordinierungsgremium bleibt natürlich der ECOFIN-Rat weiterhin das Hauptinstrument der Koordinierung der Wirtschaftspolitik. Hier werden einerseits die Nicht-Euro-Mitglieder über die Ergebnisse der Beratungen des Euro-X-Rats unterrichtet. Andererseits – und das ist besonders wichtig – können nur im ECOFIN Beschlüsse gefaßt werden, da der

Euro-X-Rat ein informelles Gremium ist, dem formal keine regelsetzende Kompetenz zukommt.

Im Mechanismus der Koordinierung der Wirtschaftspolitiken müssen peinlichst genau jene Regeln beachtet werden, die die Unabhängigkeit der Notenbanken, vor allem der EZB vertraglich garantieren. Das bedeutet, daß etwa von seiten des Euro-X-Rats oder des ECOFIN keine Weisungen an die EZB oder die nationalen Notenbanken ergehen dürfen. Es muß strikte personelle Unabhängigkeit herrschen, und das ESZB muß seinem primären Ziel, Preisstabilität zu garantieren, ohne Querschüsse von seiten anderer EU-Institutionen nachkommen können. Daß dies so sein soll und muß, ist von allen Mitgliedstaaten der EU akzeptiert worden.

Dem steht jedoch nicht entgegen, daß alle zur Verfügung stehenden Instrumente benutzt werden müssen, um aus den vielen Akteuren der EU-Wirtschaftspolitik mit ihren vielfachen, oft auch divergierenden Interessen ein – wie die Spieltheorie sagen würde – Positiv-Summen-Spiel zu machen. Das heißt, daß die einzelnen Aktivitäten der Akteure so zu gestalten sind, daß sie einander nicht nur nicht konterkarieren, sondern daß sie so aufeinander abgestimmt sind, daß die Summe ihrer (koordinierten) Handlungen größer ist, als wenn sie nicht koordiniert werden.

Um dies zu erreichen, muß aus Koordinierung Kooperation werden. Diese Kooperation muß zwar die Autonomie der jeweils Handelnden respektieren, auch ihre Interessenslage anerkennen, aber doch ein Bewußtsein bzw. Mechanismen schaffen, die den einzelnen



Akteuren vor Augen führen, daß kooperatives Verhalten zu einem für alle besseren Ergebnis führt als nur am eigenen Interesse orientiertes Handeln.

Die österreichische Sozialpartnerschaft ist ein gutes Beispiel für eine erfolgreiche Kooperation. Dieses Urteil mag zwar nicht auf jede einzelne Aktion der Sozialpartner und jeden einzelnen Zeitpunkt zutreffen – auf mittlere und lange Sicht hat Österreich jedoch eindeutig von dieser konsensorientierten Wirtschaftspolitik profitiert.

Noch nie in der Wirtschaftsgeschichte haben so viele Länder mit so hohem Entwicklungsstand eine Währungsunion gebildet. Die WWU ist durch vertragliche und außervertragliche Regelungen in der EU sehr sorgfältig vorbereitet. Sie hat, wie die bisher erreichte monetäre und fiskalische Konvergenz zeigt, auch ökonomisch große Fortschritte gemacht. Dennoch reichen in keiner Ökonomie der Welt bloß rechtlich verbindliche Regelwerke aus, um Wirtschaftspolitik zu betreiben. Vertragliche Regeln sind zwar eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung zum Funktionieren einer Wirtschaft. Es wäre auch naiv zu glauben, daß alle möglichen Eventualitäten, alle kulturellen und wirtschaftlichen Unterschiede, alle wirtschaftlichen Entwicklungen in fixe Regeln gefaßt werden könnten. Wäre dies der Fall, wäre die Ökonomie keine Gesellschafts-, sondern eine Naturwissenschaft.

Weil dies aber anders ist, brauchen wir Institutionen, die aufbauend auf Regeln eigene Bewertungen und Entscheidungen treffen können und unterschiedliche Länder und Wirtschaften koordinieren. Damit kann es gelingen, den Investoren und Konsumenten Vertrauen in die Wirtschaftspolitik zu vermitteln, das sie brauchen, um ihre Inve-

stitutions- und Konsumpläne an langfristigen Erfordernissen auszurichten und so zu einer stetigen Entwicklung unserer Wirtschaften beizutragen.

Wir haben uns mit dem Euro für ein wirtschafts- und währungspolitisches Konzept entschieden, das richtig ist und Österreich viele Chancen in der Zukunft eröffnen wird. Unser Land wird – davon bin ich überzeugt – daraus viele Vorteile ziehen.

Die Teilnahme an der Euro-Zone bedeutet aber nicht, daß wir keine budgetären, wirtschafts- oder gesellschaftspolitischen Herausforderungen mehr hätten. Aber wenn wir alle den bisher erfolgreichen wirtschaftspolitischen Kurs fortsetzen und die neuen Chancen nutzen, dann können wir mit zusätzlichem Wachstum und einem Mehr an Beschäftigung rechnen. Ich ersuche Sie alle auch weiterhin um Unterstützung eines wirtschaftspolitischen Kurses, der es uns ermöglicht, die potentiellen Gewinne aus der Errichtung der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion in tatsächliche Gewinne für unser Land, unsere Wirtschaft und unsere Bevölkerung umzusetzen.

Österreich hat dank vieler Reformen und Entscheidungen der letzten Jahre an Qualität gewonnen. Und wir haben gleichzeitig dazu beigetragen, daß Europa auch in Zukunft ein Raum des Wohlstands, der Chancen und des Friedens bleibt.





GERTRUDE TUMPEL-GUGERELL, MODERATION

PAUL DE GRAUWE

PHILIPPE LAGAYETTE

MICHAEL MUSSA

IGNAZIO VISCO



Ist wirtschaftspolitische Koordination
in der WWU erforderlich?

Is economic co-ordination
necessary in EMU?

Podiumsdiskussion

In this presentation I first want to argue that economic policy co-ordination in EMU is desirable. In a second stage I will discuss the limitations of such a macroeconomic policy co-ordination.

I The desirability of economic policy co-ordination

When a group of countries form an optimum currency area, there is no need for co-ordination of economic policies. The optimality of the grouping means that there are sufficiently flexible mechanisms to deal with asymmetric disturbances. As a result, the governments of the different nations can concentrate on local public goods provision without the need to co-ordinate their macroeconomic policies. The US comes to mind as an example of such an optimum currency area. US states cannot be said to co-ordinate their macroeconomic policies. In fact, there is little macroeconomic policy being conducted at the state level.

The need for co-ordination of macroeconomic policies (e. g. budgetary policies) arises in monetary unions like EMU because they are far removed from an optimum currency area. Many rigidities in labour markets and the near absence of labour mobility will prevent efficient adjustment mechanisms to operate. Thus, there is a need for co-ordination of macroeconomic policies in the future EMU precisely because the union will be a very imperfect currency area.

This need to co-ordinate macroeconomic policies in the future EMU will be a function of the frequency and the size of asymmetric shocks. The more pronounced these are, the less the ECB will be able to deal with these shocks. For example, if one part of the union experiences a boom, and another part a recession,

the ECB will be pretty much paralysed. The need to co-ordinate the other instruments of economic policies will be intense. Conversely, when shocks are mainly symmetric, this need will be felt much less.

The crucial question, therefore, is how likely asymmetric shocks will be in the future EMU. A lot of empirical research has been devoted to answer this question, and one must admit that the results are inconclusive. But there is some tendency for more recent empirical studies to find that asymmetric shocks have become less prevalent, and that business cycle developments have become more synchronised. If confirmed, this would be good news for the future operation of EMU. One must keep in mind, however, that the most important source of asymmetric disturbance will be political and social. Nation states with all their idiosyncrasies are still firmly in place, creating the potential of large divergent movements in policies and thus economic movements.

This leads me to the second argument in favour of economic policy co-ordination in EMU. Monetary policy will be completely centralised in the hands of the ECB. Most of the other tools of macroeconomic management, however, will still be in the hands of nation states. Budgetary policies stand out here. These will be controlled by national governments for 99%.

This situation creates a strong imbalance in macroeconomic policies in EMU. An imbalance that is not found anywhere else in existing monetary unions. The sheer size of the national budgets inevitably creates spill-over effects of one country to the other. For example, decisions of the French government to alter its budgetary policies will have significant effects on other EMU members, creating a need for

co-operation. This need will certainly be felt much stronger in EMU, than in, say, the US where the individual states' budgetary policies are too insignificant to affect the rest of the union.

I conclude that there is a need for co-ordination of economic policies in EMU. In addition, the fact that, for its smooth operation, EMU will require intense macroeconomic co-operation makes EMU fragile. It means that frequent conflicts will arise when countries fight about the nature of this co-operation. Paradoxically, this can only be overcome if EMU comes closer to an OCA. In that case, co-ordination will become unnecessary. Whether EMU will succeed in moving closer to an OCA remains to be seen.

2 The limitations of economic policy co-ordination

The major instrument to be used for co-operative efforts is budgetary policy. The limitations on its use as a stabilising instrument, however, are great, as many European countries have found out during the 1970s and 1980s. Once countries set budgetary policies in motion, they run the risk of finding themselves on unsustainable debt paths. It then takes them years to get off this path. This experience has led many European countries to view budgetary policies as a wild beast that one had better leave in its cage. This experience has also led EMU members to accept the Stability Pact which will tie up fiscal policies in EMU for quite some time, and which will make it difficult to use them in co-operative efforts to deal with asymmetric shocks.

It is no exaggeration to say that the prevailing view among policy makers today is that budgetary policies are not to be seen as instruments to pursue the goal of macroeco-

conomic stabilisation. Rather, these policies are seen as dangerous sources of disturbance that have to be tamed.

There is another reason why co-ordination of macroeconomic policies will be difficult in the future EMU. This is the perception among many policy makers that the European unemployment has nothing to do with macroeconomic management. In this view, the unemployment problem is a supply side (micro-economic) problem. This can



and should be dealt with by structural reforms (e. g. more flexible labour markets, less taxation of labour, etc.). These labour market reforms are the exclusive responsibility of nation states, and there is little that co-operation can achieve here. This is also confirmed by the recent evidence. Countries like the UK and the Netherlands have been able to reform their labour markets, and to reduce their unemployment, without having to wait for co-operative efforts.

I conclude that although co-ordination of macroeconomic policies in EMU is highly desirable because large asymmetric shocks are likely to happen regularly, at the same time, there are large obstacles for the implementation of such a co-operation. This creates a potential for recurrent conflicts between the member states of the future EMU.



I am also going to argue that economic policy co-ordination is necessary in EMU. And to see why, let me put another question, which is not: "Is economic co-ordination necessary?" but "Are there in a country economic responsibilities other than monetary policy?" The answer is clearly "yes": there are other macroeconomic policies. First there is fiscal policy, which is a reality. Do you run deficits or surpluses, what about debt management? But there are also other policies such as certain important decisions about taxes: Do we reduce taxes? What taxes? There are policies to encourage or discourage investment, either infrastructure investment or investment in the private sector, as well as policies to promote competitiveness, including liberalising certain markets, such as the labour market. Some people will say: Yes, but it is supply-side policy. But it is not because it is supply-side policy that it does not deserve to be looked at and that it is not a big responsibility for governments. There are also welfare policies or at least the macroeconomic consequences of welfare policies which are so important in the so-called European model. So, in any one country, there is no doubt that such policies exist or at least the corresponding responsibilities, if there is no proactive policy; and in most countries, one or maybe two ministries are in charge. And normally it is part of central government responsibilities, even if in federal countries certain parts of those responsibilities can be left at the state level. So the question for Euroland is: Do we admit that those responsibilities also exist in Euroland, parallel to monetary policy which will be a single policy?

For some people, the answer consists in saying: Yes, we admit it,

but we leave it entirely at the state level. This is not a realistic answer. Such a scheme does not exist anywhere. It does not exist in the US where a substantial part of this macroeconomic responsibility is centralised at the Union level; specifically, there is a federal budget which is sizeable and which may run sizeable deficits, as we have seen in recent years. And as a matter of fact, this is not the European answer. The European answer is not to say that all that must be left at a state level. Specifically there is in the Maastricht Treaty a very clear response, which is to say that economic policy orientations must be set up every year at the European level, prepared by finance ministers, adopted by the European Council and implemented by the Economic and Financial Committee. Of course, this was written at a time when the hypothesis was that all EU countries would be members of EMU from the beginning, which is not the case. Even if we must adapt to the different situation, which is that some countries are not members of EMU, the fact is that this problem was addressed and the Maastricht Treaty contains provisions in this respect. And there is also another European answer in the Stability Pact which recognises that at least some limits must be put to the capacity for individual member states to run deficits. But certainly, this is not enough and there is a need for a more active stance. Co-ordination is not just to recognise limits, and co-ordination is the answer to the need that such responsibilities must be exercised inside the Monetary Union. At the level of the Union, there will be one monetary policy. In any normal country, there is mutual knowledge between monetary policy and macroeconomic policy. Even if the central bank is independent of government

authorities, they talk to each other. At the Union level, you cannot do the same if you have no co-ordination in the area of economic policy. Moreover, if member states' economic policies ignore each other, it is obvious that the single monetary policy will not be naturally adapted to the various economic policies. So, if the economic policies are not co-ordinated, you will have areas in which this monetary policy is not a suitable one. And we have already seen this type of situation in the last ten years when we had de facto one single monetary policy and this monetary policy was decided in and adapted to one country and sometimes was not the best for some other countries.

Another part of and another necessity for this co-ordination appears in matters in which, if there is no co-ordination, there will be pure and destructive competition. This applies to the fiscal area. Some people can be happy with that, saying that if there is competition in the fiscal area, it will be competition towards the zero level and that's a good thing. And as a private person, I can be seduced by the idea. But the fact is that we are democratic countries in which the majority of the people require some public goods or transfers to be financed; I think it will be better if they do not let themselves be driven in this kind of race towards a zero fiscal level for certain taxes. It would be better if they co-ordinate and determine some zones for those taxes. That's what they have already done for VAT and what will probably be necessary in other areas.

I hope I am clear. What I am arguing has nothing to do with a kind of political monitoring of the ECB or with interfering with monetary policy. Monetary policy has its areas with a priority goal which is

very clear in our Monetary Union, which is to reduce inflation as much as possible. And this is not either about a counterweight to monetary policy. It is just about recognising that co-ordination is a substitute for what could be a more federalist attitude, involving transfer of some economic responsibilities to the federal level. That's not something we want to do in Europe presently. Nobody wants a sizeable federal budget. That is why we have to consider co-ordinating national budgets.

A last word in conclusion to say that all those arguments which can be considered a bit theoretical have also an illustration in the present business cycle. We are in a situation in which inflation is not the present dragon. It is

the old dragon and is presently dormant, since it can never be considered as being entirely dead. And what Monetary Union is doing is to set up a big weaponry against this quiet dragon. But there is another dragon, a really hostile one, which is unemployment. And in this Economic and Monetary Union, there are not many weapons against this other dragon. I think this is not a sound situation, and governments must do something collectively and in an organised way against unemployment, even if the responsibility for employment remains at the member state level. Of course, a sound monetary policy will have favourable consequences. It will, as we all know, improve capital mobility, improve competition, favour sound allocation of capital, etc. This is very true. But we have 18 million people unemployed and probably it is not sufficient to wait for those favourable effects to make their consequences visible. It would be



better if there was a common active strategy to promote growth and more employment, probably a strategy with more deregulation, more privatisation, more tax reductions. This can be termed being supply side. This is basically but not entirely true. The tax reduction is maybe supply side but you have to finance it and this is macro-policy. And for instance, if there are more resources coming from higher growth, what do we do about it? Of course, it is certainly justified to use part of them to stop the growth of public debt in all countries. It is probably justified in some countries where the debt is high to use some of those additional resources to even reduce the debt. But in some countries, maybe not in all, a part of those resources should be in my view used to reduce taxes. At least, this is a debate, this is a question that the finance ministers should look at and one which provides a clear illustration of the need for co-ordination. 

Well, as mentioned before, the topic for this discussion is "Is economic policy co-ordination necessary in EMU?" My answer is: Yes, sometimes. There are four main areas:

First, monetary policy. The creation of a single currency and a European Central Bank to govern monetary policy will assure that there is a single common monetary policy. However, deciding upon what that policy will be, balancing off the sometimes differing conditions in different parts of the euro area, will not always be a trivial matter. How serious these problems may be remains to be seen. Certainly in the United States we have observed over the course of many years significant regional disparities in economic performance, and that has usually not been a barrier to the successful conduct of a common monetary policy. But there have been occasions, particularly a hundred years ago in a great controversy over gold versus silver as the monetary standard, when regional differences over monetary policy blew up into major political difficulties. One cannot preclude that might happen at some time for the euro area.

Second, also in the monetary domain, there needs to be not only a common monetary policy, but a common explanation of what that policy is by an accountable central bank. Up to this point, the Bundesbank has determined what amounts to a common monetary policy for a number of countries in the euro area. The explication of that monetary policy by the Bundesbank has been high on "monetary discipline" and a "stability-oriented monetary policy," and has tended to deny that there is any important link between monetary policy and output or employment. This may not have been exactly the fact of the situation. But the message that has been properly

attuned to an ear for a Wagnerian opera. However, whether the message that explains a Bundesbank-like monetary policy can be presented in the same old way to the broader constituency of the European Central Bank with old domestic success and acceptance achieved by the Bundesbank remains to be seen. The European Central Bank will need to articulate the rationale for its monetary policy in a manner that is convincing and acceptable to a broad audience and in a way that accurately reflects the objectives that European monetary policy is actually pursuing.

Third, fiscal policy: I think I am probably less of a fan of co-ordinating fiscal policy than Paul. I believe that the best answer for fiscal policy is usually to let the individual countries pursue their own course, with some overall restraint that deficits are not too big. There should be room for the automatic stabilizers to operate in order to cushion cyclical disturbances, but I am distrustful of most discretionary fiscal policy, which has a tendency to run off on the expansionary side and then be difficult to bring back on track when the economy begins to recover. However, what is true most of the time is not necessarily true all of the time. One need look no further than the present economic situation in Japan to recognize a situation of a country in which monetary policy has been eased pretty much to the effective limit. The economy is nevertheless very weak and still appears headed downward, and there is a critical need to provide positive impetus to economic expansion. Discretionary fiscal action is essentially the only remaining option for the Japanese government in those circumstances. Japan has been the only G-7 country in this decade even though the government deficit is already quite large where I would have recom-

mended discretionary fiscal expansion as the appropriate macroeconomic policy. But the fact that it is relatively infrequently called upon to play a critical role does not mean that it is never needed. And the Growth and Stability Pact is oriented in such a way that it is loaded in the direction of containing fiscal expansion rather than providing a co-operative mechanism for pushing ahead in the rare circumstances where that may become necessary and appropriate.



Fourth is the issue of international policy co-ordination between the European Monetary Union and the rest of the world, particularly the United States and Japan. Here too, I am not particularly a fan of intense efforts of policy

co-ordination, but there have been important instances in the past and perhaps even at the present moment in which some co-ordination of economic policy action is appropriate. Certainly, the period of a very strong dollar in the mid-1980s and the effort to bring about an orderly reversal of the dollar's excessive appreciation in a manner not unduly destructive either to inflation performance in the United States or to growth performance more generally in the world economy, was approached with some useful co-ordination of policies among the major economic areas of the world. It remains to be seen how effectively European institutions will be able to rise to such a challenge if it were to occur again.

Finally, I wanted to introduce a kind of skeptical note on something that Philippe said about the necessity or desirability of coordinating on taxes. It seems to me that, if there is one thing which the European Union

countries do not suffer from, it is from excessively low taxes nor any real threat that the level of taxation is imminently to be pushed towards zero. Indeed, the level of taxes broadly across the Union is in many respects far too high and pressure that would help to bring tax rates down seems to me to be more of a good thing than a bad thing.

I would recall in this regard my own family's history with respect to European taxation. My grandfather was born in a small town north of Turin in 1855. (There are very long generations of my family.) He witnessed the siege of Paris by Prussians in the winter of 1870/71. Much later, when he had three young male children, he would hear them sing, "Arise the sons of France, the days of glory are upon us, form your battalions," he knew what that meant and decided that it was not a wise thing for him to subject his sons to the draft tax then prevalent in all European countries, but instead to escape that tax and move to America. So, I suggest that it is not the case that international agreements to enforce all forms of taxes are always necessarily desirable. ☞

Two objectives should continue to be at the forefront of European policy-making, now that the initial EMU participants have been designated. First, unemployment must be brought down. There are obvious social reasons for considering this as the central objective of economic policy from now on, as there are substantial efficiency reasons if we recall that 12% of the labour force in the euro area is without job (about 16 million persons). The actual and potential supply of goods and services in the area as a whole is notably limited by the rigidities in labour and product markets that still prevail, and a shortfall in effective demand also plays a role in some countries. The current condition, then, is well inside the equity/efficiency frontier, and progress on this front can substantially improve both, before decisions that imply moving along the tradeoff will have to be taken.

Second, budgetary discipline must be maintained. The runup to EMU, with the constraints imposed by the Maastricht Treaty, has borne fruits. These must continue to grow, as there is no question that in the not too distant future demographic pressures will put considerable strain on the budgets of the member states. As a forthcoming OECD report on ageing points out, in the next few decades continental Europe, as well as Japan, will face a major challenge, with substantial increases, given current institutional conditions, in public pension expenditures and deficits. Moreover, public provision of health and long-term care for the retirees will also add to the burden. Thus, only prompt and continuous progress on the fiscal front will allow to take better care of the large number of social problems that the ageing of European populations will entail.

With respect to the above two objectives of European economic policy, we might start considering the most recent OECD medium-term projections: A GDP growth rate that will be on average somewhat less than 3% per year (for the whole euro area) will bring about, in the next five years, a reduction of 1.5 percentage points in unemployment. It must be emphasised that these are normative projections. As such, they assume that the gap between actual and potential output is broadly eliminated by the year 2003, that no major movements in real exchange rates take place, that monetary policy is successful in maintaining inflation below 2%, and that fiscal policy is consistent with the stated medium-term objectives of continued fiscal consolidation. In particular, the latter condition implies more than halving the fiscal deficits in the next five years (from about 2.5 to less than 1% of GDP).

Two observations should be made at this point. On one side, the programme of fiscal consolidation implicit in this scenario should be pursued even if cyclical conditions were not to turn out to be as favourable. Under the conditions implied by the Stability and Growth Pact (SGP), further fiscal consolidation is in fact necessary to provide room for the automatic fiscal stabilisers to operate fully. As it was pointed out in the December 1997 OECD Economic Outlook: "A short-term slowdown in activity would have quite significant effects on the budgetary positions . . . (pointing) to the need in a number of countries to take advantage of the current upswing to move more rapidly than now envisaged to strengthen structural budget balances" (p. 24). In particular, it was then suggested that structural deficits should be

¹⁾ *The views presented here are those of the author and do not necessarily reflect the views of the OECD.*

reduced to a range between 1 and 1.5% of GDP in most countries (and to lower levels in some) to keep the actual deficits within the 3% limit imposed by the SGP in the case of a “typical” recession. Even if the SGP were not in place, and national budgets were entailed a higher degree of flexibility, it would be difficult, however, to envisage the possibility of a lesser progress: Account should be taken, in fact, of the overall necessity of longer-term fiscal consolidation and the need in some countries to proceed to a substantial reduction in public debts and in the heavy tax burden. It is also clear that progress should be especially significant when output grows close to potential.



On the other side, the measurement of the level of potential output, as well as its dynamics over time, is a major challenge, one that will continue, very likely, to raise substantial controversy. Meanwhile, we have to work with the proxies we have, and the OECD measures – for potential output as well as for the associated measures of structural rates of unemployment (that do not respond to changes in aggregate demand) – are well in line with other estimates. In particular, they suggest that unemployment in continental Europe is predominantly structural. Estimates contained in our Interlink model indicate that an increase in potential output growth and the elimination of rigidities in labour markets may have significant effects on structural unemployment. As this will be lowered, very substantial positive effects may also result for budget balances. As an example, a recent OECD study suggests that a reduction of about 4 points in

the structural unemployment rate, accompanied by a corresponding increase in actual employment, might generate net revenues that would improve general government financial balances by about 2.5 percentage points of GDP in France and in Germany, by about 4 percentage points in Italy.

So, much scope exists on the supply side, while the scope for demand management is relatively limited. This is so both because, on one side, the largest gains for employment should come from improving product market conditions (to raise the level of potential output and perhaps, to an extent, its rate of growth) and reducing labour market rigidities, and because, on the other side, there are only limited degrees of freedom, at present, for counter-cyclical fiscal policies. One might ask, however, whether more could be achieved at the expense of a higher rate of inflation. Here again a number of caveats should be advanced. First of all, the whole construction of EMU rests upon the maintenance of price stability. To sustain growth, that is to grow at rates steadily close to potential, aggregate price volatility and uncertainty must be minimised, and surprise shocks engineered by monetary authorities must be ruled out. Second, it is very unlikely that much can be gained in the medium run by allowing the inflation rate to be higher than what most people would identify as sufficiently close to price stability: The evidence accumulated in the last decades, thanks to the real-life experiments that we have unfortunately observed, conclusively points to the exclusion of any permanent tradeoff between nominal and real magnitudes, i. e. between the level of output (and employment) and inflation. Loosely speaking, we may say that, in this

important sense, money is really a veil.

But even if in the short run some gain were to be envisaged, it should be clearly pointed out that this is not the proper time to make experiments of this sort. In order to maintain orderly market conditions, we need to ensure a state of expectations conducive to rational economic decisions and a proper conduct of business transactions. For a number of years, the credibility of the newly established European Central Bank (and in general of the European System of Central Banks) will be evaluated by markets according to the way it will act, and to how it will explain its decisions. Expectations will in turn substantially affect actual developments. It would be extremely unwise to risk jeopardising overall monetary stability by pushing (or maintaining) policy interest rates down to levels inconsistent with what is generally agreed to be conducive to price stability. Markets will certainly remember Article 3 a of the Maastricht Treaty, that is “. . . the primary objective (of the single monetary and exchange-rate policy) . . . shall be to maintain price stability and, without prejudice to this objective, to support the general economic policies in the Community.” In any case, again, it is unlikely that even in the short run a looser monetary policy might lead to growth rates such to induce relevant gains in employment on top of those envisaged in the OECD medium-term projections.

So what about fiscal policy? As a premise, it must be noted that the role of fiscal conditions remains paramount. This is so even when we acknowledge the need for fiscal consolidation over the medium run, and the reduced degrees of freedom for discretionary policy presently

available in the short run. In fact, all we have to do is to think about a counterfactual experiment, one in which the automatic stabilisers that are currently in place in the member states were not allowed to operate. The sheer size of their budgets (or the size of public expenditures with respect to GDP) clearly points to the major role that fiscal stabilisers may play in smoothing income fluctuations, especially once sustainable positions will be achieved.

But, more specifically, what about fiscal policy co-ordination? The theory of fiscal federalism strongly suggests that, except when there are policy spillovers, economies of scale and indivisibilities, spending and regulatory decisions should be preferably exercised at the local level. Also concerning taxation, we know that only in the case of highly mobile tax bases decisions at a higher level of government might be preferable. On the other hand, risk-pooling against unfavourable contingencies could raise welfare, but, if rapid action is needed (for instance in the case of defence policy, or even in cases of fiscal stabilisation – not, however, of the leaning against the wind type), centralisation of policies is to be preferred to loose co-ordination.

Furthermore, the euro area will be rather large. It is not unreasonable, then, to expect that for fairly large sub-regions the benefits of policy co-ordination may often turn out to be smaller than its costs. There are also practical difficulties, linked to the obvious observation that, contrary to mature federations, the euro area is characterised by a complex decision making process (with a number of tasks already assigned at a central level) that requires qualified majority voting for the implementation of common policies. Most importantly, however,

we have to accept the fact that (again, contrary to mature federations) preferences are not quite homogeneous. It must also be remembered that the case for macroeconomic policy co-ordination (already mentioned in the Treaty of Rome) has been reinforced with the requirement (Article 103 of the Maastricht Treaty) that broad guidelines of the economic policies of the Member States and of the Community be drafted, discussed and adopted (again by qualified majority voting).

Still, there are a number of cases calling for fiscal policy co-ordination within EMU, or the setting up of a central fiscal transfer system to face, in particular, transitory, regional and asymmetric shocks. For example, while German unification was not a transitory shock for Germany itself, and the big fiscal boost perhaps somewhat delayed the needed internal adjustment, it also provided a temporary stimulus to income elsewhere in Europe. Similarly, in the future, differences in transmission mechanisms could lead to cyclical divergences and co-ordinated fiscal policy might be the only available macroeconomic policy instrument to ensure that growth remains close to potential. In any case, a simple insurance principle suggests that countries could pool imperfectly correlated risks over a large number of nations.

It should, however, be observed that it is highly probable that co-ordination or fiscal transfers might be called for to face asymmetric shocks that would only hit sub-regions of the sovereign nations that participate in EMU. As such, the state of the world would be basically independent from the introduction of EMU, as it would be similar, in an important respect, to the one prevailing before it. To be explicit, it is very unlikely that a shock that

would hit a single nation in its entirety would not hit other nations as well; conversely, were the shock to be an asymmetric one, it would only have effects on particular sectors or regions of a number of nations. In the latter case, as we know from the theory of optimal currency areas, exchange rate policies at a national level would constitute a very inefficient, possibly ineffective, instrument. Therefore, as before EMU the first best response would have been to foster flexibility in labour, capital and product markets, the same should apply after EMU. As a second best response, one could envisage a recourse to fiscal budgets, be that for risk-pooling or redistributive reasons. And a case could be made, if there were spillovers or other externalities, for co-ordinating these interventions. But again, this would have nothing to do with the introduction of EMU.

However, even for existing federations the empirical evidence on the effects of regional stabilisation seems to be mixed. The case has been made that this would be an important factor in smoothing adjustment and keeping a monetary union together. But the fact should not be overlooked that in the euro area national budgets are much larger than sub-national ones in federations. Furthermore, automatic stabilisers usually are in place with sizeable effects, even for small countries, and the tax raising power is also not yet too restrained. There are also examples of countries that have well survived a currency peg to the Deutsche mark for decades without macro-policy co-ordination or fiscal transfers and did actually better than many others. Indeed, the peg itself might have induced a shift in the behaviour of economic agents that may have reduced the need for

policy co-ordination. The same reasoning might be applied here, with the positive effects on fiscal budget discipline that we have observed in the runup to EMU perhaps to be extended, once EMU is established, to other fields such as labour and product market flexibility. But this is not yet in the cards, and we should be cautious not to confuse a possible with a likely outcome.

Anyway, even if the case for strong macro-policy co-ordination does not seem so compelling after all, a remark and two important qualifications should be advanced. With EMU, in fact, further integration is to be expected. It remains to be seen whether this will lead to a higher or a lower degree of regional specialisation. Were the former case to prevail, an argument for risk-pooling might gain force. The first qualification to a weak support of strong co-ordination concerns the much discussed fact that also symmetric shocks may end up having awkward consequences. The euro area will be the only one with a common monetary policy and largely independent fiscal policies and the policy mix in the area will be an important determinant of exchange rate fluctuations. While the latter might be an equilibrating factor if the policy mix is unbalanced, large fluctuations not only may have unfavourable cyclical consequences, but may lead to concerns about the over- or undervaluation of currencies and strong political reactions, for instance protectionist pressures. These latter issues perhaps transcend the world of economic engineering but may also call for policy co-ordination not only within the euro area, but also between the latter and the other big players.

The second qualification has to do with a different level of policy

considerations. A co-ordination forum would be particularly useful in order for the ECB not to become the object of undue and ill-conceived pressures. Given obvious difficulties in accountability, mostly linked to the absence of political union, the risk is that the ECB would easily become the political scapegoat for most of the economic problems of the area. Not only would then its credibility risk being undermined, but also important reforms – especially if they were, in the short run, socially costly and politically difficult – that only might solve those problems could be unduly deferred. A timely and transparent discussion of the policy mix, and the fostering of a policy dialogue with the ECB, while acknowledging its independence, would indeed be very important achievements in the process of policy co-ordination.

What is more important, however, is that action take place to eliminate the structural impediments to the full utilisation of available resources, and in particular to substantially reduce the structural rates of unemployment that prevail in the euro area. It is especially in this direction that co-ordination and co-operation should mostly be addressed to. In fact, for EMU to be fully successful asymmetric shocks should lead to smooth endogenous adjustment, that is product and labour markets should be truly flexible. This suggests that area-wide benefits may result from appropriate national structural policies, and this is an argument for some degree of co-operation in the setting of such policies. Indeed, as previously observed, EMU in itself could lead to changes in institutional settings, and it would be wise to make sure that these were homogeneous across the member countries.

It should also be observed that in the European Union micro-policies are already strongly co-ordinated, indeed centralised to a large extent, in areas concerning the single market, as well as competition and trade policies. The case has been made for further micro-policy co-ordination or centralised decision making in response to EMU. This not only concerns policies that might impact on product and labour markets, but also tax and social policies as well as developments in financial markets.

EMU will strengthen integration and mobility, and this could undermine the taxing power of the member countries and eventually lead to an underprovision of public goods. Given the size of governments in Europe, there is probably no great reason to worry about a possible underprovision of public goods, and an argument might also be made for the case that increased mobility might reduce the optimal size of government expenditure and taxation. Perhaps, then, co-ordination might strengthen resolves by governments to proceed in reforming the public sector further. This should not ignore the need to provide the fiscal cushion necessary to comply with the Stability and Growth Pact.

Higher integration may also change the equity/efficiency trade-offs of social policies. While the comparative advantage of catching-up countries should not be undermined, these policies should probably be delivered in a different manner in the more advanced ones. Even if this is largely a matter for domestic policies, some co-ordination in this field that already starts taking place, for instance in the area of pension portability across countries, might be usefully strengthened. Furthermore, in order

for EMU to work best, monetary policy changes should have broadly similar effects across countries. This might be an argument for convergence in structural policies which may affect the way financial markets operate and in particular the transmission mechanism of monetary policy, with the possibly medium-term goal of reducing differences in the impact of policy interest rates on bank and market rates, as well as the impact of the latter on final demand. Issues related to area-wide credit of last resort and bank supervision should also be addressed.

Finally, structural policy changes in themselves may lead to asymmetric shocks, which may be difficult to accommodate for individual countries. For example, if a country undertakes reforms to reduce structural unemployment, it is important that the additional slack be taken up quickly. This could also be, in principle, an argument for co-ordinating structural reforms, whose effects could be accommodated, if budgetary conditions permit, by co-ordinated fiscal policy actions together with, if price stability prevails, the area-wide single monetary policy. 



HELMUT KRAMER

ERHARD FÜRST

LEOPOLD MADERTHANER

WOLFGANG RUTTENSTORFER

HERBERT TUMPEL

FRIEDRICH VERZETNITSCH

ADOLF WALA



Österreichs wirtschaftspolitischer Spielraum

in der WWU

Podiumsdiskussion

Ich begrüße Sie zur Podiumsdiskussion, die sich auf die österreichische wirtschaftspolitische Ebene bezieht. Um im Zeitrahmen zu bleiben, erspare ich es mir, die Herren auf dem Podium im einzelnen vorzustellen. Sie sind im Land und darüber hinaus als führende Wirtschaftspolitiker bestens bekannt. Nur so viel: Sie vertreten die großen Säulen der Wirtschaftspolitik: die Bundesregierung, die Oesterreichische Nationalbank sowie die beiden Seiten der Sozialpartnerschaft.

Bevor ich das Wort dem ersten Diskutanten erteile, einige kurze Bemerkungen zu unserem Thema, die auch ein wenig die Brücke zur vorhergehenden Diskussion herstellen sollen.

Ich glaube, wir stehen in Österreich gelegentlich unter dem Eindruck, daß nicht nur schon bei dem Eintritt in die Europäische Union 1995, sondern erst recht bei der Bildung der Währungsunion wesentliche Kompetenzen und Instrumente der nationalen Wirtschaftspolitik abgegeben wurden, „verloren gingen“. Ich halte diesen Eindruck für vollkommen falsch. Formell mag es vielleicht diesen Anschein machen. De facto, in der wirtschaftspolitischen Realität, handelt es sich jedoch um wirtschaftspolitische Handlungsfelder, die Österreich schon seit 15 oder 20 Jahren nicht mehr wirkungsvoll einsetzen konnte oder hätte können oder eingesetzt hat.

Das gilt natürlich ganz besonders für die Geld- und Wechselkurspolitik. In der monetären Politik waren die Verhältnisse der Währungsunion in wesentlichen Aspekten durch die einseitige Bindung des Schillings an die Deutsche Mark hinweggenommen worden. Die Rahmenbedingungen und Reaktionsweisen der sonstigen Wirtschaftspolitik sind bei fixiertem Wechsel-

kurs durchaus analog zu sehen. Österreich hat in der Währungsunion den unschätzbaren Vorteil, erprobte wirtschaftspolitische Reaktionen zu beherrschen.

Die Aussage gilt jedoch auch, mit Einschränkungen, für die anderen Felder der Wirtschaftspolitik. Auch für die Bindungen der Budgetpolitik, denn implizit mußte sich auch die Budgetpolitik als in engem Zusammenhang mit einem europäischen Rahmen verstehen und konnte nicht exzessiv über diesen hinausagieren.

Man kann wahrscheinlich im Gegenteil behaupten: Österreich hat jetzt formell und de facto Kompetenzen gewonnen, über die es in den letzten Jahren nicht mehr verfügte: nämlich das Mitspracherecht an den Entscheidungen in der EU, mehr als ein Ersatz für den bisherigen Zwang zum passiven Nachvollzug und das Mitspracherecht im System der Europäischen Zentralbanken. Mitsprache heißt natürlich nicht alleinige Entscheidung nach nationalen Erwägungen, aber immerhin doch einen Ansatz für gleichberechtigtes Geltendmachen von Interessen. Diese werden am wirkungsvollsten vertreten werden, wenn man europäische Problemlösungen vertritt. Dieser Spielraum sollte so gut wie möglich genutzt werden.

Der Umstand, daß formelle Kompetenzen nach Brüssel oder jetzt nach Frankfurt gewandert sind, wird hier gelegentlich auch als Vorwand dafür benützt, Dinge nicht angehen zu müssen, die zu den eigentlichen Hausaufgaben zählen. Vielleicht geschieht dies nicht auf der führenden politischen Ebene, doch immerhin manchmal knapp darunter.

Unser eigentliches Thema: Was verbleibt dann noch an Spielraum auf der rein nationalen Ebene? Welche Gewichte kann man jenen Instru-

menten beimessen, die es nach wie vor gibt, die gebrauchsfähig sind, und allenfalls welche neuen Instrumente oder Kombinationen sind zu entwickeln?

Sehr vereinfacht wird man da wahrscheinlich zu folgendem Befund kommen: Vom makroökonomischen Instrumentenbündel ist wahrscheinlich der größere Spielraum und die größere Effizienz eher auf der Unionsebene zu erwarten. Umso mehr hat sich der Spielraum oder die Bedeutung der mikroökonomischen Ansatzpunkte erhöht. Das vor dem Beginn der achtziger Jahre praktizierte österreichische Modell der Wirtschaftspolitik, dem man nachträglich das Label „Austrokeynesianismus“ umgehängt hat, ist jedenfalls längst Vergangenheit. Es hat zeitweise in seiner spezifischen Kombination durchaus überwiegend Vorteile gebracht. Unter den Verhältnissen der späten neunziger Jahre wäre ein nahtloses Anknüpfen daran jedenfalls Illusion.

Wir werden uns daher Gedanken über neue Modelle machen müssen, wobei noch funktionierende Elemente – etwa die Sozialpartnerschaft – durchaus gerettet oder benützt werden können und sollen.

Meine Damen und Herren, soviel zu einer kurzen Vorbemerkung. Ich erteile nun Herrn Dr. Fürst als Vertreter der Industriellenvereinigung das Wort.



Die WWU inklusive Stabilitätspakt bringt für die Wirtschaftspolitik drei wesentliche Änderungen:

- keine nationale Geld- und Währungs politik mehr,
- ein über den Konjunkturzyklus nahezu ausgeglichenes Budget und
- eine Verschärfung der Konkurrenzsituation durch den Wegfall von Währungsgrenzen, niedrigere Transaktionskosten, höhere Preistransparenz und ein geändertes Anlegerverhalten.



Für die österreichische Industrie steht naturgemäß der letzte Punkt im Zentrum. Doch vorerst einige Worte zu den ersten beiden Punkten.

Man könnte argumentieren, daß der Wegfall nationaler Geld-

und Währungspolitik für Österreichs Wirtschaftspolitik keine große Bedeutung hat, da wir durch die Bindung unserer Währung an die D-Mark ohnehin auf eine eigenständige Währungs- und damit auch Geldpolitik weitgehend verzichtet haben. In der Vergangenheit hat es – sieht man von der deutschen Wiedervereinigung ab – weitgehend konjunkturellen Gleichklang zwischen Deutschland und Österreich gegeben. Dazu hat nicht nur die enge wirtschaftliche Verflechtung mit unserem Nachbarland beigetragen, sondern auch die einheitliche Geld- und Währungspolitik.

In der WWU muß die Geldpolitik auf die Konjunktursituation des gesamten Währungsraums ausgerichtet sein und kann länderspezifische Abweichungen nicht mehr berücksichtigen. Es ist z. B. durchaus eine Situation denkbar, in der Österreich – wie schon in der Vergangenheit – Abschwünge Europas nicht mitmacht und die gesamteuro-

päische Geldpolitik daher zu locker für die österreichischen Gegebenheiten ist. In diesem Fall müßten andere Politikinstrumente eingesetzt werden. Im Vordergrund stehen dabei neben der Budgetpolitik die Arbeitsmarkt- und Einkommenspolitik. In beiden Bereichen wird der Druck auf mehr Flexibilität zunehmen. Fixiert können in der Währungsunion nur die nominellen Wechselkurse werden. Reale Auf- und Abwertungen durch national unterschiedliche Kostenverläufe sind weiterhin möglich. Durch entsprechende Lohnabschlüsse, die Gestaltung der Lohnnebenkosten, produktivitätsorientierte Maßnahmen und Arbeitszeitflexibilität kann die durch Lohnstückkosten definierte Wettbewerbsposition beeinflußt werden. Auch die Förderung der Mobilität der Arbeitskräfte wird in der WWU an Bedeutung gewinnen.

In diesem Zusammenhang noch ein Wort zu den in Ökonomenkreisen viel diskutierten asymmetrischen Schocks. Ich sehe hier nur geringe Probleme, weil in der Vergangenheit Schocks überwiegend durch Wechselkurssturbulenzen, abweichende Wirtschaftspolitiken oder sektorale Entwicklungen verursacht worden sind. Schocks der ersten und zweiten Art können in der WWU nicht oder kaum mehr vorkommen, für Schocks der dritten Art, das heißt für sektorale Sonderentwicklungen, ist die global wirkende Geldpolitik ohnehin nicht die richtige Antwort.

Die Konsequenzen für die Budgetpolitik in der WWU sind offensichtlich. Der fortgesetzte Zwang zur Einhaltung bzw. Erreichung der Fiskalkriterien des Maastricht-Vertrags, der durch den Stabilitätspakt noch verstärkt worden ist, bedeutet das endgültige Aus für die Illusion, Wachstum und Beschäftigung durch permanente Budgetdefizite sichern

zu können. Dafür eröffnet sich wieder die Möglichkeit, durch den weitgehenden Abbau des strukturellen, also konjunkturbereinigten Defizits das Budget als Instrument zur Konjunkturstabilisierung voll zu reaktivieren.

Ich meine, Österreich sollte aus diesem Grund anstreben, in Jahren der Hochkonjunktur einen Budgetüberschuß zu erreichen, um auch genügend Munition für einen schweren Konjunktüreinbruch zu haben, und nicht nur darauf zu hoffen, daß man mit etwa 2% Saldoverschlechterung durch die automatischen Stabilisatoren in einer Rezession durchkommt. Aber nicht nur die Budgetsaldopolitik wird maßgeblich durch die WWU bestimmt, es wird auch zunehmend Veränderungsdruck auf die Struktur der Einnahmen- und Ausgabenseite kommen. Doch dazu später.

Ich komme damit zum dritten Abschnitt. Die Währungsunion bringt eine deutliche Verschärfung der Konkurrenz. Währungsgrenzen und damit verbunden die Risiken von Wechselkursschwankungen sowie die Möglichkeit geld- und fiskalpolitischer Fehlentwicklungen in einzelnen Ländern stellen deutliche Beschränkungen der vier Freiheiten des Binnenmarkts dar. Ihr Wegfall wird grenzüberschreitende Transaktionen und Personenbewegungen erleichtern und damit etwa zu einer starken Internationalisierung von Beschaffungs- und Absatzbeziehungen der Unternehmen im einheitlichen Währungsraum führen. Insbesondere kleine und mittlere Unternehmen können sich in Zukunft wesentlich leichter über die Landesgrenzen hinwegbewegen. Dazu kommt noch die bessere Vergleichbarkeit von Preisen, die in einheitlicher Währung ausgezeichnet sind. Länderspezifische Preisdifferenzierungen werden kaum mehr

möglich sein. Damit fallen regionale Cash-cow-Nischen weg.

Die WWU bringt aber noch aus einem anderen Grund eine Verschärfung der Konkurrenz. Mit dem Wegfall nationaler Währungen entsteht ein großdimensionierter, einheitlicher europäischer Kapitalmarkt. Anlegerentscheidungen werden sich in Zukunft nicht mehr an nationalen Währungsräumen orientieren, sondern an Branchen und Einzelunternehmen unter Berücksichtigung der Standortqualität, die ihnen geboten wird. Auch das trägt zur verschärften Standortkonkurrenz in der WWU bei.

In der WWU werden nachteilige Rahmenbedingungen in den einzelnen Währungsunionländern hinsichtlich Steuer-, Sozial- und Umweltgesetzgebung und sonstiger unternehmensrelevanter Regelungen schmerzhafter als bisher fühlbar werden. Daraus wird ein doppelter Druck entstehen: einerseits auf verstärkte Harmonisierung auf EU-Niveau und andererseits auf eine autonome Verbesserung der nationalen Rahmenbedingungen.

Österreich muß in der Frage der Harmonisierung eine klare Position beziehen und versuchen, diese auf EU-Ebene umzusetzen. Jedenfalls bringt eine solche Harmonisierung eine zusätzliche Einschränkung des nationalen Handlungsspielraums und damit einen vermehrten Zwang für die nationale Politik, in den verbleibenden Handlungsfeldern auf eine weitere Attraktivität des Wirtschaftsstandorts hinzuwirken.

Wie man es auch dreht und wendet, in der WWU wird der Standortpolitik ein zentraler Stellenwert zukommen. Damit muß auch vermehrt auf das Instrument des internationalen Benchmarkings mit dem Ziel zurückgegriffen werden, gute und erfolgreiche Praktiken des Auslands („best practices“) zu studieren

und wenn möglich auch nach Österreich zu importieren. Dabei wird es darauf ankommen, dieser Frage offen und ohne traditionelle Abwehrreflexe gegenüberzutreten.

In Parenthese sei hinzugefügt, daß dieses internationale Benchmarking auch verstärkt auf gesamt-europäischer Ebene im Sinne eines Vergleichs der europäischen Position in der Triade einzusetzen sein wird. Auch wenn der Außenhandelsanteil der EU insgesamt gering ist, wird die Attraktivität des europäischen



Standorts dafür entscheidend sein, wohin langfristig die Investitionsströme laufen und wieviel Europa von der Dynamik außereuropäischer Wirtschaftsräume profitieren kann.

Es ist hier nicht Zeit, die breite Palette der Standortpolitik zu diskutieren. Lassen Sie mich nur einige wenige Punkte cursorisch herausgreifen.

Österreich wird es sich in Zukunft immer weniger leisten können, bei der Liberalisierung bisher geschützter Märkte Nachzügler zu sein bzw. sich mit dem von der EU vorgeschriebenen Minimum zu begnügen. Als Beispiel sei die Strommarktliberalisierung angeführt, wo wir sogar noch versuchen, dieses vorgegebene Minimum zu umgehen und zu unterschreiten.

Im Sinne des über das zukünftige Anlegerverhalten Gesagte wird es notwendig sein, die Wirtschaftspolitik stärker branchenorientiert zu gestalten. Österreich wird sich als Standort für bestimmte Cluster profilieren müssen, wie uns das etwa im Kfz-Zulieferbereich gelungen ist. Und da werden wir an den dynamischen Bereichen der Informationstechnologie und der Biotechnologie neben anderen nicht vorbeigehen können.

Österreich wird auch nicht umhin können, seinen öffentlichen Sektor rascher und tiefgreifender umzugestalten, als dies bisher der Fall ist. Die Größe, Leistungsfähigkeit und Serviceorientierung des öffentlichen Sektors werden zunehmend zu einem wichtigen Standortfaktor. So gesehen wandelt sich der öffentliche Sektor von einem bisher geschützten zu einem exponierten, der internationalen Konkurrenz ausgesetzten Bereich.

Und wir werden uns angesichts verschärfter Standortkonkurrenz auch mit der Einnahmen- und Ausgabenseite der öffentlichen Haushalte beschäftigen müssen. Auf der Einnahmenseite bedeutet dies, daß standortschädliche Steuern und Abgaben überdacht und reformiert werden müssen – Stichwort: Getränkesteuer. Vor allem besteht noch weniger als in der Vergangenheit Raum für standortbenachteiligende Steuerexperimente – Stichwort: Wertschöpfungsabgabe oder Energiesteuererhöhung im Alleingang.

Auf der Ausgabenseite muß es darum gehen, den Anteil investiver, zukunftsorientierter Aufgaben anzuhäufen, wobei der Investitionsbegriff hier natürlich materielle und immaterielle Investitionen umfaßt. Besonders sind hier die Bereiche Forschung und Entwicklung, Bildung, Infrastruktur sowie innovative Wirtschaftsförderung angesprochen. Wir werden es uns kaum mehr leisten können, zweistellige Milliardenbeträge für zusätzliche Transferleistungen – Stichwort: Familienförderung – auszugeben, gleichzeitig aber die Technologieförderung an der kurzen Leine zu halten.

Die Wirtschafts- und Währungsunion bietet Österreich große Chancen, die weit über die Fixierung der Wechselkurse und die Minderung der Transaktionskosten hinausgeht. Denken wir daran, daß zahlreiche

Investoren aus Übersee von vornher-
ein Länder mit wenig bekannten, für
sie exotischen Währungen, gemie-
den haben. Diese Beschränkung fällt
mit dem Euro weg. Damit Öster-
reich an diesem Kuchen stärker mit-
schneiden kann, müssen wir eben-
falls unseren Standort attraktivieren.
Dabei konkurrieren wir nicht in
erster Linie mit Billigländern in
Mittel- und Osteuropa oder Über-
see, sondern durchaus mit west-
europäischen Ländern, wie Groß-
britannien, den Niederlanden oder
Spanien.



Die Kernfrage unseres Themas lautet: In welchem Ausmaß schränkt die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion den wirtschaftspolitischen Spielraum Österreichs ein und wie kann die verbleibende Bewegungsfreiheit optimal genutzt werden? Mit der gemeinsamen Währung Euro entfällt das – bisher in Österreich allerdings auch nicht genutzte – Instrument der Abwertung. Das bedeutet allerdings nicht, daß national keinerlei wirtschaftspolitischer Handlungsspielraum verbleibt:

Die Schaffung und Sicherung jener wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen, die die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft sicherstellen, muß nach wie vor Aufgabe und Ziel der nationalen Politik sein. Denn von dieser Wettbewerbsfähigkeit hängen die wirtschaftliche Stärke eines Landes und damit die sozialen und ökologischen Möglichkeiten ab. Das Instrumentarium dazu liegt beispielsweise in der Sozial- und Steuerpolitik, in der Industrie- und Umweltpolitik sowie in der Gestaltung der staatlichen Verwaltung. Hier sind auch die Nationalstaaten aufgerufen, in gesamt-europäischer Koordinierung tätig zu werden. Denn der Integrationsprozeß ist in vollem Gang. Wichtige Entscheidungen müssen heute vernünftigerweise auf Gemeinschaftsebene getroffen werden. Darunter fallen z. B. Umweltfragen oder die Steuerharmonisierung. Denn Standortwettbewerb ist gut – darf aber nicht langfristig selbstzerstörerisch sein.

Österreichs Arbeitslosenrate rangiert beispielsweise weit unter dem europäischen Durchschnitt, wenn auch die Zahlen im internationalen Vergleich durch frühes Pensionantrittsalter, späten Berufseinstieg, geringe Beschäftigungsquote bei Frauen und nicht zuletzt durch

eine Überbesetzung des geschützten Sektors relativiert werden müssen. Diese Positionen müssen nun unter veränderten Bedingungen verteidigt werden. Der Wohlstand, der in Österreich erarbeitet wurde, ist insbesondere auch das Ergebnis der internationalen Arbeitsteilung, die in einem langen Prozeß – zunächst durch Abbau von Zoll- und Handelsschranken, später in der Brüsseler Gemeinschaft und schließlich in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, aber auch durch die Globalisierung der Märkte und die Ostöffnung – erreicht wurde. Weltweite Liberalisierung und insbesondere die Teilnahme an der Wirtschafts- und Währungsunion bedeuten aber zugleich, daß wir uns der internationalen Konkurrenz in stärkerem Maße als bisher stellen haben.

Der große Vorteil in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion besteht in der Chance, Waren, Dienstleistungen, Arbeit und Kapital innerhalb der Gemeinschaft frei anbieten zu können und im Gegenzug Waren, Dienstleistungen, Arbeit und Kapital innerhalb der Gemeinschaft als Konsument oder Unternehmer frei beziehen zu können. Das muß jedem gesagt werden, der die Öffnung der Grenzen rückgängig machen will oder sich der Herausforderung der internationalen Arbeitsteilung durch eine kurz-sichtige und kostspielige Verzögerungstaktik entziehen will. Und man muß auch wissen: Ohne effiziente Produktion gibt es auf Dauer nichts zu verteilen. Nur eine leistungsfähige, innovative und international wettbewerbsfähige Wirtschaft mit einer flexiblen Arbeitsmarktstruktur kann nachhaltige Arbeitsplätze sichern und schaffen. Die Wirtschafts- und Währungsunion bringt daher keine Lösung aller Schwierigkeiten, denen Europa gegenüber-

steht. Doch sie bietet die Chance, aufbauend auf der nunmehr beschlossenen gemeinsamen Geldpolitik auch zu einer gemeinsamen Wirtschaftspolitik im weiteren Sinne zu kommen. Kurz gesagt: Die Lösung der strukturellen Probleme, z. B. bei den öffentlichen Finanzen und im Sozialsystem oder bei der Armut gesellschaftlicher Randschichten, hat national zu erfolgen. Die dafür notwendigen makroökonomischen Bedingungen gilt es jedoch auf gesamt-europäischer Ebene zu setzen.

Darüber will ich aber nicht vergessen lassen, daß es weiterhin hausgemachte Probleme gibt: Wir investieren zu wenig in die Zukunft, in die Wettbewerbsfähigkeit unserer Volkswirtschaft von morgen. Der Zinsendienst des Bundes macht in Österreich bereits das Zweieinhalbfache der Aufwendungen für Forschung und Entwicklung einschließlich des Universitätsbetriebs aus. Die Ausgaben für die Altersversorgung haben nicht zuletzt wegen des frühen Pensionantrittsalters den Rekordwert von 15% des Bruttoinlandsprodukts erreicht, das ist das Zehnfache dessen, was für Forschung und Entwicklung zur Verfügung steht. Unser Budget ist dagegen noch bis 2017 mit der Rückzahlung von Krediten belastet, die einst für die Erhaltung inzwischen längst verloren gegangener Arbeitsplätze in der ehemals Verstaatlichten Industrie aufgenommen werden mußten.

Eine schwere Belastung für die Zukunft ist auch das zum Teil nicht mehr zeitgemäße Ausbildungssystem in Universität und Schule. Eine Erhöhung der Qualifikation – von rund 300.000 Arbeitslosen in Österreich haben mehr als 43% nur Pflichtschulabschluß –, aber auch mehr Unternehmergeist, Anpassungsfähigkeit und Chancengleichheit, die nicht als Nivellierung nach unten verstanden werden darf, sind

notwendig. Hier muß ein neuer Erziehungsprozeß in Gang gesetzt werden.

Unternehmerisches Denken ist gefragt. Denn die Globalisierung und noch mehr die moderne Technologie verwischen den Unterschied zwischen Arbeitnehmer und Unternehmer.

Wenn die internationale Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Volkswirtschaft als Maßstab für wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen gelten soll, sind die gesellschaftlichen Gruppen des Landes aufzurufen, ihre Interessen diesem Ziel unterzuordnen. Es muß in einer sachlichen Auseinandersetzung nach einem Weg gesucht werden, der es Österreich erlaubt – auch als Mitglied der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion –, als Teilnehmer an der Globalisierung und dem technischen Fortschritt seinen in Jahrzehnten erarbeiteten Wohlstand zu erhalten.

Eine weitere wichtige Aufgabe nationaler Politik ist die Neugestaltung des staatlichen Sektors. Die Wettbewerbsfähigkeit des Wirtschaftsstandorts Österreich kann nur durch eine effiziente Verwaltung gesichert werden. Die Beamten sind somit ein unverzichtbarer Teil des Unternehmens Österreich: Sie regulieren den Wettbewerb, gestalten die Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerpolitik mit und erbringen wertvolle Leistungen, die ständig evaluiert und unter Berücksichtigung der Kosten überprüft werden müssen. Das in anderen Ländern bewährte und von der Wirtschaft geforderte New Public Management hat zum Ziel, durch eine umfassende Verwaltungsreform Kundenorientierung und Effizienz zu stärken sowie durch



neue Managementtechniken und den Einsatz von Controlling zu besseren Ergebnissen zu kommen. Eine rasche und konsequente Beschränkung von Gesetzen und Vorschriften in Österreich auf das unbedingt notwendige Maß und bessere Verständlichkeit sind besonders dringende Vorhaben. Auch das ist eine nationale Aufgabe.

Doch auch europäisch gesehen befinden wir uns vor einer der größten Veränderungen dieses Jahrhunderts: Letztes Wochenende wurden die Teilnehmerländer an der Europäischen Währungsunion – darunter nimmt auch Österreich seinen Platz ein – bekanntgegeben. Die bisher national in die Pflicht genommenen Notenbanken haben während der letzten Jahre die Grundlagen für die Währungsunion gelegt. Mit der Überführung der nationalen Währungen der Teilnehmerstaaten in den Euro wird die Idee des Europäischen Einigungsprozesses auch in der Geldpolitik umgesetzt. Stabilität und Systemorientierung im Wandel wurden durch das gut abgestimmte Vorgehen der Notenbanken gewahrt. Dies hat Vorbildcharakter für alle anderen Bereiche, in denen noch Veränderungen kommen müssen.

Die Rolle der Wirtschaftspolitik und der nationalen Notenbanken in der Währungsunion trägt diesen Aufgaben Rechnung:

1. Die Oesterreichische Nationalbank wird wie alle anderen Notenbanken der Euro-Teilnehmerstaaten in das Europäische System der Zentralbanken eingebettet.
2. Sämtliche für die Integration der Oesterreichischen Nationalbank in das System der Zentralbanken erforderlichen EU-rechtlichen Anpassungen werden mit dem Eintritt Österreichs in die Stufe 3 der Währungsunion in Kraft treten.
3. Das vorrangige Ziel der europäischen Geldpolitik ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Darüber hinaus unterstützt das System der Zentralbanken die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union. Die Verwirklichung dieser Ziele erfolgt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb. Dies ermöglicht einen effizienten Einsatz der zur Verfügung stehenden Ressourcen. Die Diskussion einer fortschreitenden europäischen Abstimmung im Steuerrecht und in deren wirtschaftspolitischen Grundsatzfragen findet vor diesem Hintergrund statt. Die Flexibilisierung des wirtschaftlichen Lebens wird unumgänglich. Dies wird zur Standort-sicherung Europas und damit Österreichs beitragen.

Der Euro trägt mit seiner Neubewertung der Wirtschaftspolitik und der nationalen Notenbanken dazu bei, die entsprechenden Rahmenbedingungen für das Wirtschaftsleben der Realität entsprechend gestalten zu können.

Trotz des sich rasch verändernden Umfelds – oder vielleicht gerade deshalb – bedarf es eindeutiger Bedingungen für Stabilität und System-sicherheit. Diesen Fragen hatte sich bereits die Volkswirtschaftliche Tagung des vergangenen Jahres gewidmet. Neue Wege, quer durch alte Frontlinien, müssen beschritten werden. Wer nichts riskiert, riskiert am meisten. Und wer nicht mit der Zeit geht, geht mit der Zeit. ☞

Entscheidung für eine „große“ Währungsunion

Die Entscheidung der EU-Staats- und -Regierungschefs vom vorigen Wochenende, die Wirtschafts- und Währungsunion am 1. Jänner 1999 mit 11 Mitgliedern beginnen zu lassen, sehe ich als wichtigen Schritt zur weiteren Integration der Europäischen Union. Ich habe seit meiner Ernennung zum Staatssekretär durchgehend die Meinung vertreten, daß die WWU möglichst groß sein soll, natürlich unter Voraussetzung der notwendigen monetären und fiskalischen Konvergenz. Nur eine „große“ Währungsunion, unter Einschluß auch der südlichen EU-Mitglieder, stellt für Österreich eine wirklich interessante Neuerung dar, leben wir doch seit nunmehr fast zwei Jahrzehnten bereits in einer De-facto-Währungsunion mit Deutschland. Die Ausdehnung der europäischen Stabilitätszone auf einen einheitlichen Währungsraum wird uns politisch und wirtschaftlich auf Dauer große Vorteile bringen.

Die WWU bringt einen Regimewechsel für die Wirtschaftspolitik

Mit der WWU beginnt in Europa ein neues wirtschaftspolitisches Regime. Durch die einheitliche Geldpolitik, die nunmehr auf den Raum von 11 Ländern, unter Berücksichtigung der Interessen der Nichtteilnehmer, ausgerichtet sein wird, werden die wirtschaftspolitischen Karten neu gemischt. Die im Pakt für Wachstum und Stabilität festgeschriebene neue Stabilitätskultur, die im Vorfeld der WWU, als es um die Erreichung der Maastricht-Kriterien ging, bereits vielfach unerwartete positive Erfolge gezeigt hat, wird diese Geldpolitik flankieren. Zwar verbleibt die Kompetenz für die Fiskalpolitik auf nationaler Ebene, doch müssen die staatlichen Fiskalpolitiken untereinander

abgestimmt werden, um zusammen mit der einheitlichen Geldpolitik Wachstum und Beschäftigung bei Preisstabilität zu garantieren. Nur durch ein solches Miteinander kann ein optimaler gesamtwirtschaftlicher Policy Mix erreicht werden.

Keineswegs aber bedeutet das neue wirtschaftspolitische Regime der WWU, daß für die Mitgliedstaaten der WWU keine eigenständigen Handlungsmöglichkeiten in der Wirtschaftspolitik mehr bestehen. Während sich auf der makropoli-



tischen Ebene ein Kompetenzpol beim Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) bilden wird, an dem natürlich die Mitgliedstaaten durch ihre Zentralbankgouverneure beteiligt sind, wird sich ein zweiter Pol – stärker als bisher – beim Rat der Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN) bilden. Ich verwende bewußt das Bild von den Polen als zwei Teilen der Weltkugel, die nicht gegeneinander, sondern gemeinsam das Koordinatensystem der Welt definieren. Für die Wirtschaftspolitik auf europäischer Makroebene stellen ESZB und ECOFIN gemeinsam die Rahmenbedingungen (die „Koordinaten“) für künftiges Wachstum und Beschäftigung her.

Unter diesem „Schirm“ müssen jedoch die Mitgliedstaaten eigenständig, aber – wie der EU-Vertrag vorschreibt – immer unter Rücksichtnahme auf das europäische Gesamtinteresse ihre eigenen fiskal-, beschäftigungs-, arbeitsmarkt- und strukturpolitischen Reformen wei-

tertreiben. Dies sind notwendige Voraussetzungen dafür, daß zusammen mit einem optimalen makroökonomischen Policy Mix die gemeinsamen europäischen Ziele von mehr Wohlstand und Beschäftigung erreicht werden können.

Neue wirtschaftspolitische Spielräume in der WWU

In der WWU wird es andere, jedoch nicht unbedingt weniger nationalstaatliche Spielräume geben als bisher: Konjunkturpolitische Elemente werden dabei eine größere Rolle spielen, da die Fragen, wie die einheitliche Geldpolitik der WWU, die österreichische Haushaltspolitik sowie einzelne Strukturreformen auf die Konjunktur wirken, wichtiger werden. Das neue wirtschaftspolitische Regime lenkt das Augenmerk der Finanzminister stärker auf budgetstrukturelle Fragen: Ist die Zusammensetzung der Einnahmen- und Ausgabenseite des Budgets so beschaffen, daß die Ziele für Wachstum und Beschäftigung optimal erreicht werden? Werden die Budgets den politischen Prioritäten der Regierung gerecht? Ist das Zusammenspiel der Budgets der Finanzausgleichspartner so, daß die Budgetziele und die Prioritäten erreicht werden können? Sind die begleitenden Budgetkontrollmaßnahmen geeignet, einen straffen Vollzug zu gewährleisten? Ist die derzeitige Steuerstruktur unter dem Aspekt der zunehmenden Steuerkonkurrenz inner- und außerhalb der EU optimal? Inwiefern fördert oder behindert die derzeitige Struktur der Steuern und Abgaben die Ziele für Wachstum und Beschäftigung? Sind die im Steuersystem eingebauten Anreize zur Arbeitsaufnahme stark genug oder behindern steuerliche Bestimmungen einen höheren Beschäftigungsgrad? (Dabei ist besonders im Steuerbereich auf die EU-

weiten Bemühungen zur Reduzierung der Steuerkonkurrenz hinzuweisen, die derzeit nicht nur zur Erosion von Steuerbasen für einzelne Länder führt, sondern auch stark wettbewerbsverzerrend wirkt.)

In der Beschäftigungspolitik bestehen nunmehr durch die nationalen Aktionspläne für Beschäftigung sowie durch das EU-weite Monitoring dieser Pläne, die auf den beschäftigungspolitischen Leitlinien der EU aufbauen, mittelfristige Strategievorgaben für die einzelnen Länder. Sie gründen zwar auf gemeinsamen Säulen, die Länder sind jedoch in der Setzung der Ziele und der Wahl der Instrumente frei (mit Ausnahme der in den Leitlinien 1998 genannten quantitativen Zielbereiche), ebenso wie in der Form der Finanzierung, der Wahl der Institutionen und der Schwerpunkte.

Im Bereich der „Strukturpolitik“, das heißt in der Gestaltung der Güter- und Dienstleistungsmärkte, bestehen zwar EU-weite Rahmenrichtlinien, etwa im Bereich der Finanzdienstleistungen, des schienengebundenen Verkehrs, der Telekommunikation oder der Wettbewerbspolitik. Doch innerhalb dieser Rahmen besteht weitgehende Gestaltungsfreiheit, wie die einzelnen Länder den Wettbewerb und das Angebot von Gütern und Dienstleistungen gestalten wollen. Natürlich steht all dies unter der Prämisse eines weitgehenden Wettbewerbs, der Effizienz steigern, Preise verringern und die Qualität des Angebots erhöhen soll.

Sowohl im Bereich der Arbeits- als auch der Güter- und Dienstleistungsmärkte bestehen derzeit in den einzelnen Mitgliedstaaten noch eine Reihe von (selbstgemachten) Barrieren, die eine zielgerichtete europaweit koordinierte Politik verhindern. Diese gilt es verstärkt abzubauen.

Ebenso bleibt unter dem Rahmen der in der AGENDA 2000 neu zu gestaltenden Regionalpolitik innerhalb der Richtlinien die Ausgestaltung der einzelnen Programme weiterhin Landessache. Dazu gehört natürlich auch die Wahl der Art und Zahl der Institutionen, die diese Programme abwickeln.

Auch im Bereich der Technologiepolitik bleibt der nationale Handlungsspielraum bestehen. Dies ist jener Bereich, in dem aus funktionalen ökonomischen Gründen eine stärkere Verlagerung auf EU-Ebene wünschenswert wäre. Im Bereich der Innovations- und Technologiepolitik sind die (nationalen und internationalen) externen Effekte größer als in den meisten anderen Politikbereichen, sodaß es sinnvoll wäre, die Entscheidungs- und Kompetenzebene auf jenes Niveau zu heben, in dem diese Externalitäten verschwinden. Das ist in vielen Technologiebereichen die EU-Ebene, in einigen sogar die EU-USA-Ebene. Derzeit wird die EU-weite Koordination nur durch die sogenannten Rahmenprogramme durchgeführt.

Stärkung wirtschafts-politischer Handlungsspielräume durch die WWU

Die These, daß sich die nationalstaatlichen Spielräume in der Wirtschaftspolitik durch die Einführung der WWU verändern, stimmt – das ist aber nichts Neues. Seit Ende des Zweiten Weltkriegs haben sich mit der Zunahme der internationalen Verflechtung der Faktor-, Güter- und Dienstleistungsmärkte die Möglichkeiten verringert, ganz andere Wege als die internationale Wirtschaftsentwicklung zu gehen und die eigene Wirtschaft und Gesellschaft von solchen Entwicklungen abzuschotten. Auf der anderen Seite hat Österreich durch die fortschreitende Internationalisierung, also durch

grenzüberschreitenden Handel mit Gütern und Dienstleistungen, durch Kapitalströme (Direktinvestitionen), aber auch durch grenzüberschreitende Unternehmenskooperationen und Faktormobilität viel Wohlstand gewonnen. Österreich hat sich lange Zeit durch seine konsensorientierte Wirtschaftspolitik zusammen mit den Sozialpartnern und durch seine hohen Produktivitätsfortschritte gewisse, allerdings auch abnehmende Spielräume erhalten können. Die zunehmende Globalisierung hat zusammen mit der Ostöffnung Österreich fast einen Strukturbruch beschert, in dem nationale Handlungsspielräume radikal beschnitten wurden.

Unter diesen Bedingungen erweitert die EU-Mitgliedschaft, stärker aber noch die WWU, wieder die möglichen Spielräume. Eine Euro-Zone mit einer starken Währung kann die Wechselkursschwankungen, denen Europa jahrelang durch die starken Schwankungen des Dollars ausgeliefert war, glätten und beruhigen. Dadurch wird die Planbarkeit der Wirtschaft – die essentielle Voraussetzung für produktivitätssteigernde, langfristig angelegte Investitionen in Infrastruktur und Ausrüstungen – wiedergewonnen und gesteigert. Damit wird eine positive Entwicklung unserer Wirtschaften gefördert.

Daher also meine Hauptthese: So paradox es klingen mag: Gegenüber einem Zustand ohne Euro und ohne EU-Mitgliedschaft hat Österreich in Zukunft einen erweiterten eigenständigen Handlungsspielraum. Wenn er nicht überwiegend zur Erhaltung überkommener Strukturen eingesetzt wird, sondern zur Erweiterung produktivitätssteigernder Möglichkeiten und Innovationen, kann er dem Wohle aller im Lande lebenden und arbeitenden Menschen dienen – und nicht nur

dem Einkommenszuwachs einiger weniger.

Die Frage, die wir uns heute stellen müssen, ist also nicht die, ob unsere wirtschaftspolitischen Handlungsspielräume gegenüber den fünfziger oder siebziger Jahren kleiner geworden sind, sondern wie sich Österreich in einer zunehmend globalisierten Wirtschaft innerhalb oder außerhalb der EU, mit oder ohne Euro, behaupten würde. Meine Meinung ist eindeutig: Innerhalb eines starken Euro-Gebiets sind wir bestens aufgehoben. Es liegt nur an uns selbst, die dadurch erwachsenden Vorteile und Spielräume zu unser aller Wohl zu nützen. Dies betrifft unsere Präsenz in den EU- und WWU-Institutionen ebenso wie auf heimischer Ebene. 

Zu den Gedanken, ob die Mitgliedschaft bei der Europäischen Union den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum von Österreich einengt, gleichläßt oder erweitert, würde ich tendenziell der Meinung sein, daß sie unseren Handlungsspielraum erweitert, und zwar mit jener Begründung, die Herr Professor Kramer in seinen einleitenden Worten erläutert hat, wenngleich er seine Position dann am Ende seines Einleitungsstatements wieder etwas modifiziert hat.

Ich glaube nämlich, daß, nachdem wir seit Jahrzehnten aus stabilitätspolitischen und vielen anderen – wie ich meine wohl überlegten – Gründen die Bindung an den Hartwährungsblock erfolgreich praktiziert haben, der Euro nichts an den Rahmenbedingungen für die österreichische Einkommenspolitik ändert und die Anpassungserfordernisse für Österreich daher relativ gering sind. Ich glaube auch, daß wir uns weiterhin an diesen Erfahrungswerten orientieren können und müssen, was auch heißt, daß wir wie bisher auf die Konkurrenzfähigkeit unserer Wirtschaft in der Einkommenspolitik entsprechend Rücksicht zu nehmen haben. Die Evidenz der letzten zehn bis fünfzehn Jahre sollte Beweis genug sein, daß dies in Österreich geleistet werden kann.

Zum zweiten möchte ich zu den sogenannten Budgetrestriktionen kommen.

Hier würde ich persönlich doch dezidiert feststellen – und das war auch in der Vergangenheit ein Konsens zwischen den Sozialpartnern und der Regierung –, daß wir einen Budgetkonsolidierungskurs unabhängig von der Teilnahme an der Währungsunion fahren mußten. Also hat auch hier Österreich bereits einen Weg eingeschlagen, den formal existierenden Freiraum nur bis zu dessen faktischer Beschränkung aus-

zunutzen. Dieser Weg war und ist richtig, egal ob wir an der Währungsunion teilnehmen oder nicht. Die verbleibenden Handlungsspielräume hätten wir oder haben wir auch für die Zukunft.

Daß wir aufgrund dieser Budgetsituation den Stabilitätspakt nicht so auslegen dürfen, daß wir uns jeglicher konjunktureller Gegensteuerungsmaßnahmen berauben, gehört – glaube ich – ebenfalls zur Grundübereinstimmung bei der Auslegung der Bestimmungen.



Daß wir Maßnahmen im Bereich der Budgetstrukturpolitik setzen müssen, ist – nicht nur aus meiner interessenpolitischen Sicht – selbstverständlich. Hier bestehen nach wie vor ausreichend Spielräume, die es zu nutzen gilt. Alle Maßnahmen sind hauptsächlich an beiden Zielen der Verteilungsgerechtigkeit und der Beschäftigungswirksamkeit auszurichten. Wir werden das Budget sicherlich wie in der Vergangenheit darauf abzuklopfen haben, ob es diesen zwei Zielsetzungen Genüge tut. Dazu gibt es eine Reihe von Ansatzpunkten.

Gestatten Sie mir aufgrund der Kürze der Zeit nur zwei zu nennen, die durchaus nicht zu Lasten des Budgets gehen, aber trotzdem die Beschäftigung erhöhen und die Modernisierung beschleunigen könnten.

Eines wäre die im Koalitionsübereinkommen vorgesehene Bemaßung des Güterschwerverkehrs. Sie würde die österreichische Wett-

bewerbsituation nicht beeinträchtigen, da beim Beitritt zur Europäischen Union für diesen Sektor beträchtliche Kostenentlastungen in Kraft getreten sind. Durch die Bemaßung wären Einnahmequellen zu erschließen, die wir für die Modernisierung der Infrastruktur einsetzen könnten. Das Budget würde also nicht belastet werden. Die Maßnahme würde nicht nur zur Modernisierung, sondern auch zur Steigerung der Beschäftigung beitragen.

Ein zweites Beispiel wäre die Hilfestellung und verbesserte Organisation der öffentlichen Hand im Bereich der thermischen Sanierung von Gebäuden. Dabei meine ich nicht nur jene von öffentlichen Gebäuden, sondern auch die von privaten, wo die öffentliche Hand in Vorfinanzierung tritt. Diesen Sanierungsaufwendungen stünden in Zukunft nicht nur geringere Heizkostenaufwendungen bei öffentlichen wie privaten Gebäuden gegenüber, sondern auch ein Mittelrückfluß, der ebenfalls beschäftigungswirksam eingesetzt werden könnte und nicht budgetwirksam wäre.

Beide Maßnahmen sind nicht gegen die Ziele der Budgetpolitik gerichtet, haben trotzdem beschäftigungswirksamen und damit auch einen entsprechenden wachstumsstimulierenden Charakter.

Die zweite grundsätzliche Überlegung, die wir immer wieder in den ökonomischen Bereichen anzustellen haben, betrifft budgetpolitische Maßnahmen, die nicht den Konsum der unteren und mittleren Einkommen, sondern tendenziell die Sparneigung senkt. Hier liegt ebenfalls ein breites Feld, wo beschäftigungspolitische Wirkungen erzielt werden können.

Wir haben also eine Reihe von Maßnahmen, die wir in Österreich als Hausaufgaben lösen könnten und

meiner Meinung nach auch lösen müssen in Kombination mit – und ich möchte deren Bedeutung gar nicht schmälern – angebotsseitigen Maßnahmen wie Ausbildung, Technologiepolitik, die zweifelsohne einen eminenten Stellenwert für die Zukunftschancen unserer Wirtschaft einnehmen.

All dies wird freilich nicht ausreichen, wenn wir unsere Diskussion hier in Österreich nicht auch auf den Rahmen der Europäischen Union ausrichten. Und da gibt es meines Erachtens einen großen Defizitbereich, auf den wir hinweisen müssen: Das ist die europäische Nachfrage, die eindeutig in der wirtschaftspolitischen Diskussion zu kurz gekommen ist.

So sehr ich betont habe, daß ich auch für Österreich die angebotsseitigen Maßnahmen begrüße, bejahe und für richtig halte – inklusive Entbürokratisierung, dort, wo Regelmechanismen nicht mehr notwendig sind, inklusive von Maßnahmen, die zu Firmenneugründungen führen –, scheint mir doch eine Wirtschaftspolitik nicht zielführend zu sein, die der europäischen Nachfrage – wie in der Vergangenheit – so wenig Beachtung schenkt.

Die Politik, die bisher in Europa betrieben wurde, läßt sich durch das Nachhinken der Lohnentwicklung im Ausmaß von 1% gegenüber der Produktivitätsentwicklung in den letzten zehn Jahren kennzeichnen. Dies summiert sich und hat, da die Lohn- und Gehaltssumme das größte Nachfrageaggregat in den Nationalstaaten darstellt, entsprechende Auswirkungen auch auf die europäische Ebene. Dabei dürfen wir nicht vergessen, daß diese Entwicklung synchron mit den restriktiv durchgesetzten Budgetkonsolidierungsbemühungen in nahezu allen Nationalstaaten auftrat. Durch die Kombination dieser Faktoren, dem Nach-

hinken der Lohnentwicklung hinter der Produktivitätsentwicklung und fehlende Impulse im Bereich der Investitionspolitik durch Budgetrestriktionen, waren nahezu die gesamten neunziger Jahre von einem Nachfragedefizit gekennzeichnet, das zur Wachstumsschwäche und zu Beschäftigungsproblemen in Europa geführt hat.

Ich glaube deshalb, daß eine Kombination von angebots- und nachfrageseitigen Maßnahmen für eine gedeihliche Wirtschaftsentwicklung unumgänglich ist. Die Maßnahmen müssen durch eine Politik ergänzt werden, die auch den Unternehmungen über die Nachfrage und über die Zinsentwicklung Investitionen ermöglicht. Dies wäre eine tragfähige Grundlage für eine erfolgversprechende europäische Entwicklung und damit auch – aufgrund unserer starken Außenhandelsverflechtung – für eine erfolgreiche österreichische Wirtschafts- und Beschäftigungsentwicklung.



Nachdem wir fast eine Stunde lang Statements gehört haben, wäre es vielleicht angebracht, sich darauf zu beschränken zu sagen: Der Raum hat sich vergrößert, nutzen wir die Chance! Erlauben Sie mir aber doch noch, ein paar Ergänzungen hinzuzufügen, die mir notwendig erscheinen.

Ich bin persönlich davon überzeugt, daß auch in der Wirtschafts- und Währungsunion die Frage des Spielraums davon abhängt, was die Einzelstaaten innerhalb der Europäischen Union daraus machen.

Das einheitliche Gefüge der Staaten gibt es nicht. Betrachten Sie nur die nordischen Mitgliedstaaten und deren unterschiedliche Anordnung. Aber auch in Mitteleuropa gibt es völlig unterschiedliche Ansätze. Und wenn wir gerade mehrfach wieder gehört haben, wie es mit der staatlichen Verwaltung aussieht und auch im Zusammenhang mit der Privatisierung ansatzweise Punkte gefallen sind, dann denke ich immer wieder an Bayern, eine Region Deutschlands, die schon sehr lange bei der Europäischen Union ist und in der eine ganz andere Politik gemacht wird, nämlich, daß der Staatsbesitz in vielen Bereichen nicht unbedingt in Diskussion steht und als durchaus gesellschaftsfähig angesehen wird.

Persönlich habe ich das Gefühl, daß das Problem, das wir in der Europäischen Union und in der Wirtschafts- und Währungsunion haben, im wesentlichen auf dem Konzept des freien Marktes und der Geldpolitik basiert. Der freie Markt und die Geldpolitik alleine sind mir als Gewerkschafter aber zu wenig. Wir haben ein gutes jahrzehntelanges Beispiel, daß in Österreich sehr wohl der freie Markt und die Geldpolitik vereinbar sind mit einer wirtschaftlichen Entwicklung und mit einer Beschäftigungssituation,

die uns auf der einen Seite international herzeigbar machen, auf der anderen Seite aber auch herausfordern, im eigenen Land ausreichend Problemlösungskapazität zu entwickeln. In diesem Zusammenhang stelle ich fest – und der Trend ist ungebrochen –, daß bislang staatliche Befugnisse unter dem Schlagwort „die EU zwingt uns dazu“ an die anonymen Marktmechanismen delegiert werden.

Im Gegensatz zu dem, was Herr Professor Kramer gesagt hat, wird dies oft genug auch dazu verwendet, um nicht zu sagen, was man selbst will. Man redet sich darauf aus und sagt: Die EU zwingt uns dazu, die Globalisierung zwingt uns dazu, der Markt zwingt uns dazu. Ich bin immer wieder auf der Suche, wer denn eigentlich der Markt ist, denn ich bin persönlich überzeugt davon, daß hinter allem auch eine Person, eine Ideologie steht, die es zu hinterfragen gilt.

Sie wissen, und ich wiederhole das hier auch gerne, daß wir als Gewerkschafter die Auffassung vertreten, daß deutlicher als bisher auch in der Europäischen Zentralbank die Frage der Beschäftigungspolitik mit eine Rolle spielen soll. Das österreichische Beispiel, daß sich durch die Mitwirkung der Sozialpartner, durch die ständigen Konsultationen der Sozialpartner mit den Hütern der Geldpolitik, ein gemeinsames Verständnis und eine richtige Wirtschaftspolitik formulieren lassen, ist auch für die internationale Ebene anwendbar. Wir haben als europäische Gewerkschaftsbewegung nicht von ungefähr, während die Staatsoberhäupter in Brüssel am vergangenen Wochenende getagt haben, einen Zeppelin kreisen lassen, auf dem „Euro – but jobs“ geschrieben stand – sehr bewußt, sichtbar und sollte in Erinnerung rufen, daß es nicht nur um die Geldwertstabilität geht.

Der nationale Beschäftigungsplan wurde heute schon angesprochen. Er ist für mich ein Zeichen, daß sich die Mitgliedstaaten der Europäischen Union auf der einen Seite sehr wohl bewußt sind, daß hier ein gemeinsames Problem vorliegt, auf der anderen Seite aber auch die nationalen Spielräume genützt werden können. Es wird jetzt an uns liegen, vor allem auch unter der österreichischen Präsidentschaft, zum ersten Mal den Beweis erbringen zu können, daß man es mit der Beschäftigungspolitik ernster meint als bisher. Sie hat zwar nicht – wie ich das gerne hätte – als gleichwertiges Kriterium in der Geldpolitik Eingang gefunden, unterliegt aber ähnlichen Kriterien, daß man nämlich feststellen kann: Wie sieht es tatsächlich mit den beschäftigungspolitischen Zielen aus und unter welchen Voraussetzungen erreicht man tatsächlich das Ziel, mehr Menschen in Beschäftigung zu bringen? Diese Forderung begründet sich vor allem darauf, daß ich die Kritik erheben möchte, daß es innerhalb der Europäischen Union eine noch unzulängliche Koordination der einzelnen Bereiche der Wirtschaftspolitik gibt.

Sehr wohl gibt es, koordiniert und abgestimmt, die Grundstrategie des freien Marktes, sehr wohl haben wir auch am vergangenen Wochenende trotz aller Nebengeräusche die abgestimmte Geldpolitik gesehen, was aber fehlt ist die Verbindung zwischen freiem Markt, Geldwertpolitik, Beschäftigungspolitik und auch der Sozialpolitik.

Mein Vorredner, Präsident Tumpel, hat bereits darauf hingewiesen, daß die Vergangenheit deutlich gezeigt hat, daß in Wirklichkeit durch die EU-weite gleichzeitige Budgetkürzungspolitik die Binnennachfrage im besonderen gelitten hat.

Ich möchte aber auch sehr bewußt noch einmal darauf hinwei-

sen, daß es nicht einer Gewerkschaftspublikation entstammt, sondern im EU-Wirtschaftsbericht 1997 nachzulesen ist, daß die europäische Lohnpolitik der letzten zehn Jahre innerhalb der EU immer 1 Prozentpunkt unter der Produktivitätssteigerung gelegen ist, und ich sage sehr selbstbewußt für die Organisation, die ich vertrete, daß die österreichische Lohnpolitik ja auch innerhalb der OECD-Begutachtung immer wieder als eine vernünftige und den Grundsätzen entsprechende



Lohnpolitik angesehen wird. Aber mit dieser Lohnpolitik, und damit auch mit der Wirtschafts- und Währungsunion, sind auch Erwartungen verbunden. Es wird uns immer wieder vorgehalten, bei der Lohnpolitik deswegen so vorsichtig zu sein, weil man damit auch Beschäftigung schaffen möchte. Zehn Jahre lang ist diese Politik gefahren worden.

Der Effekt auf die Beschäftigung hat sich nicht in dem gewünschten Maß eingestellt.

Erlauben Sie mir daher, durchaus auch etwas provokant zu sagen, es wird nicht immer damit gehen, Lohnzurückhaltung zu verlangen, um Beschäftigung zu sichern. Ich glaube, daß die Zeit der Lohnzurückhaltung durchaus in Frage gestellt wird, vielleicht für den einen oder anderen sicherlich auch vorbei ist, auch wenn das nicht so gerne gesehen wird. Wir glauben nämlich, daß mit dieser Lohnzurückhaltung auch die Ursache mitbegründet war,

daß die Binnennachfrage nicht in ausreichendem Maße dargestellt werden konnte.

Was wir in der letzten Zeit erleben, war die überwiegende Ausrichtung auf Exportmärkte.

Wenn jedes Land sich auf den Exportmarkt konzentriert und die Binnennachfrage und somit auch den Import eher als schädlich ansieht, dann wird dieses Konzept nicht funktionieren.

Ich glaube daher, daß es sinnvoller ist, sich mehr Gedanken über ein Policy Mix zu machen. Wir haben in Europa einen ziemlichen Gleichklang in der Forderung nach der Reduzierung der sogenannten Lohnnebenkosten, die unter dem Schlagwort Umbasierung bekannt ist.

Woran es fehlt, und da sind wir alle, die hier am Tisch sitzen, mitgefördert, ist eine richtige Maßnahme zu treffen, um diese Umbasierung oder die Entlastung der Lohnnebenkosten tatsächlich Platz greifen zu lassen.

Ich möchte sehr provokant hier in den Raum stellen: Wenn Sie sich daran erinnern können, daß die Politik wollte, daß es eine Pflegesicherung gibt, die Politik aber nicht bereit war, die dafür notwendigen Finanzmittel durch erhöhte Steuern zu sichern, sondern die Erhöhung der Sozialabgaben zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer erfolgt ist. Heute redet niemand mehr über die Abschaffung der Pflegesicherung, aber wenige über neue Wege, wie man die Lohnnebenkosten verändern kann. Die Umschichtung von Finanzmitteln innerhalb der EU ist auch oft genug Gegenstand öffentlicher Diskussionen.

Ich bin persönlich überzeugt davon, daß die EU-Mittel für die Landwirtschaft auch dazu führen, daß wir etwas konservieren, was in keinem anderen Bereich als schützenswert angesehen wird und

wesentlich restriktivere Schritte gesetzt worden sind.

Ich bin auch überzeugt davon, daß es ernsthafte Bemühungen wert ist, sich über die Transaktionskosten und die da oder dort auch schon im Mund geführte Tobin-Steuer ehrlich Gedanken zu machen und darüber nachzudenken, ob es nicht ein dementsprechender Politikansatz wäre, hier eine Neuordnung der Steuerpolitik auch dementsprechend Platz greifen zu lassen.

Auf österreichischer Ebene müßte meiner Meinung nach die Nutzung des Spielraums auch darin bestehen, daß wir nicht Beispiele – und Sie erlauben mir hier einen persönlichen Standpunkt einzubringen – wie den Semmering-Basistunnel liefern. Vielleicht orientieren wir uns daran, daß die Infrastruktureinrichtungen in diesem Zusammenhang auch entscheidend sind.

Was für die Akzeptanz der Bevölkerung des größeren Wirtschafts- und Währungsraums meiner Meinung nach auch notwendig ist, ist, daß man ehrlich auf Probleme zugeht, wie z. B. die Einführung des Euro – wie wirkt sich das auf die in der Geldwirtschaft Beschäftigten aus?

Ich bin froh darüber, daß am vergangenen Montag zwischen den Verantwortlichen der Geldwirtschaft und den zuständigen Gewerkschaften hier eine prinzipielle Einigung getroffen worden ist, damit man eben nicht mit Angst spekulieren kann. Ich sehe darin eigentlich die Fortsetzung eines Wegs, der auch vor dem EU-Beitritt dazu geführt hat, bei Problemgruppen wie Speditionen, aber auch Zollwache, einigermaßen zu einer dementsprechenden Klarstellung zu kommen.

Präsident Maderthaler hat schon über die Öffnung gesprochen. Ich glaube, daß es falsch wäre, die EU-Osterweiterung als eine Gefahr

oder eine Bedrohung zu sehen. Umgekehrt sollte man nicht verleugnen, daß rund um uns ein Lohngefälle vorherrscht, das zumindest bei den Tagespendlern, aber auch in der Dienstleistungsfreiheit, wenn es hier nicht regulierende und Übergangsregelungen gibt, zu enormen Problemen führen könnte, die uns nicht helfen, die EU-Osterweiterung auch in der Bevölkerung zu der Akzeptanz zu bringen, die wir eigentlich brauchen.

Wir sollten auch bei anderen Vorhaben, wie z. B. multilateralen Verhandlungsrunden, MAI-Abkommen, als Stichwort genannt, aufpassen, daß wir uns durch solche Abkommen nicht in einer gemeinsamen Politik der vernünftigen Erweiterung behindern.

Ich möchte zum Schluß kommen und darauf hinweisen: Ich sehe durchaus den Spielraum in unserem Land intakt. Er hat sich vergrößert, das ist gut so. Es geht darum, diese Chance zu nützen, die Stabilitätsanforderungen einerseits und die Stabilitätserfahrungen der Vergangenheit andererseits sind gute Grundlagen, um den größeren Wirtschaftsraum für unsere Zwecke und damit letztendlich für ein größeres Europa, wie wir uns das alle wünschen, zu gestalten.



Die Frage des Spielraums der Wirtschaftspolitik hat einen Hintergrund, der genau genommen über das rein ökonomische Denken hinausreicht. Als gelernte Österreicher können wir hier auf Böhm-Bawerk zurückgreifen und auf seine berühmt gewordene Frage: „Macht oder ökonomisches Gesetz?“ Dieses Thema ist nach wie vor interessant. Heute geht es uns aber darum, das Ganze in Währungsunion zu stellen und aus der Sicht eines kleinen Landes zu fragen: Wie immer die Effekte der Wirtschaftspolitik einzuschätzen sind, gibt es für uns noch Möglichkeiten für autonome Entscheidungen, oder haben wir uns durch den Beitritt zur Währungsunion mit Haut und Haaren externen Kräften verschrieben?

Lassen Sie mich, bevor ich versuche, diese Frage zu beantworten, einen ganz kurzen Blick auf unsere wirtschaftspolitische Vergangenheit werfen und damit sozusagen auf das „Elternhaus“, in dem wir aufgewachsen sind und das uns geprägt hat.

Wer sich mit der österreichischen Wirtschaftspolitik der vergangenen Jahrzehnte beschäftigt, wird bald auf ein starkes Bedürfnis nach Rationalisierung stoßen, also nach Erklärung nachvollziehbarer Zusammenhänge, nach einem strategischen Ansatz. Zweifellos spielt dabei die im internationalen Vergleich hohe Dichte von wirtschaftspolitisch agierenden Interessengruppen eine entscheidende Rolle. Als Höhepunkt dieser Entwicklung erwähne ich die Periode des Austro-Keynesianismus. Das war jene Kombination von Währungspolitik, Einkommenspolitik und Nachfragemanagement, die letztlich erfolgreich die negativen Auswirkungen des ersten Ölpreisschocks (1973) gemildert hat. Der Begriff ist zwar ex post eingebracht worden, aber generell läßt dieser „österreichische Weg in der Wirt-

schaftspolitik“ eine, wie ich glaube, wichtige Schlußfolgerung zu: Die Schwankungsbreite und Vielfalt der wirtschaftspolitischen Ziele und Meinungen war in Österreich nie so groß, daß sie nicht in einem Konsens zusammengeführt werden konnten. Dieser Basiskonsens beruht offenbar auf einer bestimmten Vorstellung über den Einsatz zentraler wirtschaftspolitischer Mittel und leitet daraus die konkreten wirtschaftspolitischen Maßnahmen ab.

Wir stellen uns also heute die Frage nach den wirtschaftspolitischen Spielräumen in der Währungsunion. Hier bietet sich zunächst die Feststellung an, daß Wirtschaftspolitik gemäß Unionsvertrag „eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ ist. Daraus folgt zwar, daß wirtschaftspolitische Ideen, Vorschläge und Konzepte in Zukunft aus einem europäischen Denken heraus abgeleitet werden müssen. Es folgt daraus aber auch, daß Wirtschaftspolitik koordiniert werden muß und daß sich gute, überzeugende Argumente letztlich durchsetzen werden.

Ich glaube, daß Österreich als Partner in der Währungsunion hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Entscheidungsbildung einen komparativen Vorteil hat, der sich aus unserer jahrzehntelangen Praxis und unserem Verständnis für ein „gemeinsames Interesse“ ableiten läßt. Ich erinnere etwa an unsere Sicht der Einkommenspolitik und an die damit verbundene relative Konstanz der Einkommensverteilung sowie an den hohen Grad an gesellschaftspolitischer Stabilität, der damit verbunden ist. Gleichzeitig kann man keineswegs behaupten, daß die produktivitätsorientierte Einkommenspolitik die Dynamik unseres Gesellschaftssystems behindert und bzw. oder zu dauernden Verzerrungen im Lohngefüge führt. Denn diese Methode der Einkommensfindung

ist letztlich durchaus flexibel, weil im Mittelpunkt – gleichsam als Leitlinie – die gesamtwirtschaftliche Produktivität steht.

Mein erster Punkt läßt sich also so zusammenfassen: Österreich hat aufgrund seiner Erfahrungen mit einer Wirtschaftspolitik in einer Quasi-Währungsunion in Zukunft auf dem Gebiet der Meinungs- und Entscheidungsbildung einen Vorteil; und Vorteile schaffen schließlich Spielräume. Ich glaube, es ist keine leere Phrase, wenn wir sagen, daß die Währungsunion für Österreich eine Übertragung der bisherigen wirtschaftspolitischen Konzeption in die europäische Dimension ist.

Mein zweiter Punkt kommt aus dem zentralen europäischen Anliegen nach Subsidiarität. In der Währungsunion wird sich langsam aber sicher eine Konstellation ergeben, die – ausgehend von bestimmten gemeinschaftlich definierten Zielen und Maßnahmen – eine tiefe Gliederung auf regionaler Ebene zuläßt. Nehmen wir zum Beispiel die Fiskalpolitik. Es gibt in diesem Bereich einen logischen und plausiblen Harmonisierungsbedarf, der aber hinsichtlich seiner Intensität sehr unterschiedlich ausgeprägt ist. Stark ist er sicherlich auf dem Sektor der Kapitalertragsbesteuerung, wogegen etwa die Besteuerung von anderen Einkünften aus dem Gesamtzusammenhang des jeweiligen nationalen Steuersystems abgeleitet werden sollte; natürlich müßte es auch dort bestimmte gemeinsam anerkannte Rahmenbedingungen geben, die einen ausgeprägten Steuerwettbewerb verhindern. Aber jedes Steuersystem ist Ausdruck einer bestimmten Steuermentalität, die sehr viel mit den kulturellen Wurzeln der jeweiligen Staatsideen zu tun hat. Es wäre daher gar nicht sinnvoll, das Steuersystem als Ganzes zu harmonisieren. Und so werden wir in

verschiedenen wirtschaftspolitischen Bereichen – ich nenne als weiteres Beispiel nur die Sozialpolitik – eine Situation vorfinden, die im Sinne der Subsidiarität Spielräume für regional spezifische Ausprägungen schafft.

Ich darf zusammenfassen: Die Entwicklung einer europäischen Wirtschaftspolitik in der Währungsunion ist – aufbauend auf den bestehenden Rahmenbedingungen und Verträgen – sicher als Trial-and-error-Prozeß zu sehen, das heißt, die Architektur dieses wirtschafts-



politischen Systems läßt sich derzeit noch nicht exakt beschreiben. Ich glaube aber, daß wir in Zukunft sehr wohl von einem Spielraum für die österreichische Wirtschaftspolitik sprechen können. Dieser Spielraum besteht einerseits in der Mitbestimmung, und ich habe ausgeführt, daß ich hier komparative Vorteile sehe, weil sich die österreichische Wirtschaftspolitik im Verlauf einiger Jahrzehnte an eine Modell-Währungsunion angepaßt hat. Dazu kommen noch Spielräume in der praktischen Wirtschaftspolitik eines auf Subsidiarität bedachten Systems, also in der Umsetzung von gemeinsam erarbeiteten Richtlinien und Vorgaben. Diese Alternativen müssen natürlich in einem ordnungspolitischen Rahmen, der so großen Wert auf das Konkurrenzprinzip legt, stets an ihren Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit gemessen werden. Aber die Aussichten sind meines Erachtens gar nicht so schlecht. 

VIKTOR KLIMA
BUNDESKANZLER



Wirtschaftspolitische Ziele der österreichischen EU-Präsidentschaft

Meine sehr geehrten Damen und Herren!

Vor knapp zwei Jahren bin ich hier als neu bestellter Bundesminister für Finanzen, erst einige Monate im Amt, mit Ihnen gesessen und habe ein sehr engagiertes Konsolidierungsprogramm, vulgo Sparpaket, mit Ihnen diskutiert und manchmal auch verteidigen müssen. Weil es natürlich für Damen und Herren aus der Wirtschaft, aus dem Wirtschaftsjournalismus nicht ganz einfach zu verstehen war, daß nicht Business as



usual, sondern eine gemeinsame Kraftanstrengung notwendig war, um von den prognostizierten 7% Haushaltsdefizit auf die nun tatsächlich realisierten 2,5% Haushaltsdefizit zu kommen, und daß auch, um ein wichtiges

Ziel – den sozialen Frieden in unserem Land – zu bewahren, die soziale Ausgewogenheit von besonderer Bedeutung war. Ich meine damit etwa eine Kürzung des Karenzurlaubsgeldes für Mütter oder werdende Mütter, die genauso ein Eingriff in die Rechtskontinuität gewesen ist wie die gelegentlich mit Verfassungsbestimmung festgeschriebene Änderung der Steuergesetzgebung für Unternehmen. Ich erwähne das, weil ich gelegentlich immer wieder Kritik höre, daß so etwas geschehen ist. Es ist nicht die Absicht der Regierung, das zu einem Standardgeschäft werden zu lassen, aber es muß uns klar sein, daß wir im Jahr 1996 gemeinsam diese Kraftanstrengung als Leistung aller Österreicherinnen und Österreicher geschafft haben. Und ich hoffe, es ist mir damals gelungen, daß wirklich jeder etwas beigetragen hat. Wenn irgend jemand der hier Anwesenden ausgenommen war, dann hätte ich einen Fehler gemacht.

Diese nationale Kraftanstrengung hat Österreich in die Lage versetzt, an einer für uns unbedingt notwendigen – ich meine für das Wirtschaftsleben notwendigen – gemeinsamen Währungsunion teilzunehmen. Wir haben daher in Österreich sehr erfolgreich begonnen, eine Informationsarbeit für die Bevölkerung – keine Werbemaßnahme – aufzubauen, die dazu geführt hat, daß wir in wenigen Monaten von ursprünglich nur 26% Zustimmung auf nahezu 55% oder mehr zu der gemeinsamen europäischen Währung in der österreichischen Bevölkerung gefunden haben. Wir werden das auch für ein zweites wichtiges europäisches Thema vorhaben, nämlich für die Erweiterung der Europäischen Union.

Ich glaube, daß die österreichische Präsidentschaft für uns zu einem sehr guten, weil spannenden und dynamischen Zeitpunkt kommt. Es finden derzeit zwei spannende Prozesse in diesem Europa statt: Der eine ist der Prozeß der Vertiefung, der Intensivierung der Beziehungen zwischen den Staaten der Europäischen Union. Der andere ist der Prozeß der Erweiterung.

Ich glaube, daß sich die 11 Staaten gut auf die WWU vorbereitet haben. Wir haben derzeit sehr gute Konvergenzbedingungen was Inflationsrate, Zinssätze, aber auch Haushaltsdefizite und ähnliches mehr betrifft. Es ist uns aber klar, und ich sage das im Sinne einer zukünftigen Diskussion, daß dieser Schritt in die gemeinsame europäische Währung ein wichtiger ökonomischer Schritt ist. In einer Diskussion über die Rolle des Euro als Weltreserve- und als Welthandelswährung ist auch seine Rolle als Unterstützung der europäischen und damit auch der österreichischen Unternehmen im globalen Wettbewerb und auch für die Beschäftigungspolitik zu sehen.

Wobei ich klar sage, daß diese Währung eine Chance ist – kein Wundermittel, sondern ein Zahlungsmittel, wie Finanzminister Edlinger so gut formuliert hat – und auch ein immens politisches Projekt. Weil es als notwendige Konsequenz, um langfristig erfolgreich zu sein, aus meiner Sicht auch eine besser koordinierte Wirtschaftspolitik, eine besser koordinierte Sozial- und Fiskalpolitik zur Folge haben wird müssen. Und – ich bin überzeugt davon – weil es auch zu einer besser koordinierten Außenwirtschaftspolitik der Europäischen Union führen wird. Ich füge als Perspektive noch hinzu, daß es zu einer besser koordinierten gemeinsamen Außenpolitik und als notwendige Schlußfolgerung daraus zu einer besser koordinierten gemeinsamen Sicherheitspolitik führen wird.

Wir haben noch keine Plattformen für diese besser koordinierte Wirtschaftspolitik. Ich halte sie aber aus den österreichischen Erfahrungen für unerlässlich. Ich füge noch hinzu, daß aus meiner Sicht Österreich für diese Währungsunion, die natürlich die wirtschaftspolitischen Spielräume von Einzelstaaten in ein Instrument – nämlich die Währungs- und Wechselkurspolitik – einengt, schon gute Erfahrungen hat und vorbereitet ist, weil – Herr Präsident Liebscher und Herr Generaldirektor Wala mögen mir das verzeihen – Österreich durch die sehr sinnvolle Bindung an die Deutsche Mark schon eineinhalb Jahrzehnte Erfahrung hat, in einer Mini-Währungsunion – so würde ich es nennen – zu leben.

Wir haben es auch verstanden – und das ist ein Lob für die vielgescholtene Sozialpartnerschaft –, das Instrument einer sehr produktivitätsorientierten Lohnpolitik als Parameter der Wirtschaftspolitik mitzuentwickeln. Ich bin davon überzeugt, und damit komme ich auf die unmittelbaren Schwerpunkte der

österreichischen Präsidentschaft, daß wir für ein Ziel in Ergänzung zur Geldpolitik, zu Wirtschaftswachstum und zur Beschäftigung weitere europaweite politische Handlungsfelder brauchen. Ich glaube, daß es heute jedem klar sein sollte, daß Beschäftigungspolitik dominant eine nationale Aufgabe ist, aber es sehr, sehr kurzsichtig wäre abzulehnen oder abzuleugnen, daß es eine gemeinsame europäische Komponente – nahezu eine globale Komponente – gibt. Die globale Komponente ist rasch an zwei Beispielen erläutert: WTO-Abkommen und MAI, aber auch die Diskussion anlässlich des letzten ASEAN-Meetings, wo sich alle 15 Regierungschefs der Europäischen Union und die 10 Regierungschefs der asiatischen Staaten einig waren, haben gezeigt, daß wir in Zukunft zur Gewährleistung der Stabilität des internationalen Finanzsystems auch ein besser koordiniertes gemeinsames Überwachungssystem entwickeln müssen. Das reicht bis zur europäischen Wirtschaftspolitik, wo ich glaube, daß Österreich in der Frage der Beschäftigung, der Forschung, aber auch der Weiterentwicklung der Fiskalpolitik einiges wird beitragen können.

Ich freue mich, daß es uns gelungen ist, auf europäischer Ebene ein Best-practice-Modell zu entwickeln, weil ich auch das für die innerstaatlich beste Vorgangsweise halte, wo Staaten ihre Erfahrungen mit Instrumenten der Beschäftigungs- und der Wirtschaftspolitik einander zur Verfügung stellen und im Rahmen des Aufrufs der britischen Präsidentschaft in Cardiff nicht nur nationale Beschäftigungsprogramme, sondern auch Best-practice-Modelle zu diskutieren sein werden. Die Euro-



päische Union ist sich im klaren, daß zu diesem politischen Bekenntnis konkrete nationale Beschäftigungsprogramme gemeinsam zu evaluieren und zu diskutieren sind und die Umsetzung und Wirkung dieser Beschäftigungsprogramme beim Treffen der Staats- und Regierungschefs in Wien gemeinsam zu analysieren und zu kritisieren sind. Ich habe schon mehrfach gesagt, daß ich die Sanktionen im Stabilitäts- und Wachstumspakt in Richtung einer gemeinsamen Evaluierung und Ver-



öffentlichung für viel schwerwiegender halte als die monetären Sanktionen, die darin vorgesehen sind. Daher glaube ich, daß die Sanktionen, die wir uns im Rahmen der nationalen Beschäftigungsaktionspläne vorgenommen haben, nämlich die gemeinsame Evaluierung, Kritik und Veröffentlichung, tatsächlich eine Triebfeder für die einzelnen Mitgliedstaaten der Europäischen Union sein werden, ihre Programme konsequent umzusetzen. Damit soll den 20 Mio Menschen in Europa, die ohne Arbeit sind, Hoffnung gegeben und system- und demokratiegefährdenden rechtsextremen Tendenzen entgegengewirkt werden.

Ich glaube auch, daß es notwendig sein wird, daß wir uns in Europa im Bereich der Fiskalpolitik, im Bereich der Harmonisierung der Steuersysteme weiterentwickeln. Um es klar zu machen: Gleichmacherei ist nicht angesagt. Steuerwettbewerb ist durchaus etwas Vorteilhaftes. Aber es beginnt gemeinsames Ver-

ständnis der Staats- und Regierungschefs zu werden, daß wir durch eine gemeinsame Währung einfacher werdende Mobilitätssysteme mit einem gewissen Mindestniveau absichern müssen. Es ist unbestritten, daß durch den Wegfall der Wechselkursrisiken das mobile Kapital immer rascher den Weg des geringsten Widerstandes, der geringsten Besteuerung suchen wird. Daher müssen wir auf diesem Gebiet Schwerpunkte setzen: erstens durch die sehr engagierten Tätigkeiten von Karel van Miert, der nicht nur Direktzahlungen der öffentlichen Hand als unerlaubte Beihilfen wertet, sondern auch zunehmend spezifische Privilegienausnahmen, spezifische Steuermaßnahmen als unerlaubte Beihilfen zur Verzerrung des Wettbewerbs zu werten beginnt. Das ist entsprechend sachlich stärker abzusichern, was unsere Absicht ist. Zweitens, die Anstrengungen, die Kommissar Monti als Weiterführung des Code of Contacts unternimmt, der z. B. in der Frage der Kapitalertragsbesteuerungen für eine gemeinsame Basis eintritt.

Es ist zutiefst verständlich, daß die Finanzminister – bei allem Bekenntnis zum Prinzip der Konsolidierung und Sparsamkeit – aber doch gewisse Staatsaufgaben zu finanzieren haben. Die Last der Finanzierung der Staatsaufgaben bei einem uneingeschränkten Wettbewerb in der Besteuerung der mobilen Faktoren überträgt sich zunehmend auf die Besteuerung der immobilien Faktoren, also der Konsumenten, der kleinen Unternehmen, der Gewerbetreibenden oder auch der Arbeitnehmer. Daher ist dieses Vorhaben ein Mindestniveau, nicht Gleichmacherei: ein Mindestniveau, zu bestimmten Steuern mobiler Faktoren zu finden – ein durchaus sozial notwendiges und vernünftiges Vorhaben. In manchen

Bereichen haben wir es schon. Sie wissen, daß es z. B. einen Mindestsatz der Mehrwertsteuer oder einen Mindestsatz der Mineralölsteuer gibt. Und hier gilt es weiterzuentwickeln. Genauso bin ich der Meinung, wenn wir die europäische Aktiengesellschaft sehen, daß wir uns auch einer Harmonisierung der Rechnungslegungsvorschriften und noch weiterem zuzuwenden haben.

Ich möchte aber noch einen dritten Punkt erwähnen, der mir sehr bedeutend erscheint: Europa braucht für die Zukunft unserer Wirtschaft eine bessere und stärkere Koordination. Auch hier wird sich Österreich engagieren. Ich meine damit, daß dieser gemeinsame Europäische Wirtschaftsraum, der – alle 15 betrachtet – der stärkste der Welt ist, die Chance für eine gemeinsame Innovation, Forschung und Entwicklung nützt. Dazu ist es notwendig, noch bestehende nationale Protektionismen zu überwinden; nationale Protektionismen, die heute nicht mehr in Handelsbarrieren, Zöllen oder ähnlichem mehr, sondern z. B. in unterschiedlichen Normen und Standards bestehen.

Manche von Ihnen werden die für mich sehr signifikante Tatsache gehört haben, daß man heute in Peking mit GSM-Technologie – einem europäischen Standard, der der europäischen Wirtschaft dort viele Eintrittschancen eröffnet – telefoniert. Das hat damit zu tun, daß sich Europa gegen einen amerikanischen Standard durchsetzen konnte, weil es sich auf einen gemeinsamen Standard geeinigt hat. Und es gibt viele andere Beispiele, etwa die Flugzeugindustrie, den Airbus bzw. die gemeinsamen Anstrengungen im sehr großen Bereich der Eisenbahntechnologie. Diese Chance zu nützen ist ein wesentlicher Punkt auch im Sinne der österreichischen Anstrengungen. Hinzu kommt, daß

wir die letzten Vorbereitungsschritte für den formalen Beginn der gemeinsamen europäischen Währung mit 1. Jänner 1999 möglichst reibungsfrei setzen.

Ein großer Teil unserer Aufgaben wird mit dem zweiten spannenden Prozeß verbunden sein, der derzeit in Europa läuft: Das ist die Erweiterung der Europäischen Union. Es wird nötig sein, alles – auch in einem für Österreich besonders wichtigen Punkt – zu tun, damit dieser Prozeß der Erweiterung der Europäischen Union kein Nullsummenspiel wird. Es darf ein Gewinn des Wohlstands in den heute noch gering entwickelten mittel- und osteuropäischen Ländern nicht zu einem Verlust des Wohlstands in den bestehenden Mitgliedsstaaten der Europäischen Union führen, sondern es ist dafür zu sorgen, daß in einer guten Vorbereitung dieser Prozeß eine Win-win-Position wird. Gute Vorbereitung ist innerhalb der Europäischen Union notwendig: Stichwort Agenda 2000, wo wir die Verhandlungen sehr engagiert vorantreiben müssen, damit alle notwendigen Beschlüsse bis Ende 1999 getroffen und noch rechtzeitig von diesem europäischen Parlament behandelt werden. Das heißt konkret: die Haushaltsplanung 2000 bis 2006 und damit verbunden die entscheidende Frage der Strukturfonds und die Reform der Agrarpolitik. Österreich wird daher einen wesentlichen Schritt in der Reform dieser Bereiche voranbringen müssen, aber auch einen wesentlichen Schritt in den Verhandlungen mit den Beitrittskandidaten. Es wird das sogenannte Avis-Screening, also das Evaluieren und Untersuchen der Rechtsnormen der Kandidatenländer, inwieweit der Rechtsbestand der Euro-



päischen Union schon umgesetzt ist, kapitelweise erfolgen. Und es ist durchaus vorstellbar, daß das Avis-Screening einzelner Kapitel schon abgeschlossen werden kann. Und damit kann auch mit konkreten Beitrittsverhandlungen zu einzelnen Kapiteln begonnen werden.

Es ist für uns wichtig, diese Gespräche mit den nun nominierten 5 plus 1 Kandidatenländern für konkrete Verhandlungen in diesem Sinne engagiert und als ehrlicher Makler der Europäischen Union vor-



anzutreiben. Es ist aber für uns auch wichtig, jenen Staaten, die noch in der Beitrittspartnerschaft verharren (die anderen 5 Staaten, die noch nicht in der engen Verhandlungsrunde sind), durch konkrete Ausarbeitung von Heranführungsstrategien in dieser Beitrittspartnerschaft die Realität der Integration des europäischen Weges vor Augen zu führen. Damit soll vermieden werden, daß sich Investitionen nicht nur auf jene Länder konzentrieren, mit denen heute schon Verhandlungen geführt werden, sondern daß auch die Chance für die anderen 5 Staaten in vollem Umfang gewahrt bleibt.

Das hat für uns nach vielen Gesprächen und Besuchen in Ländern, die derzeit noch nicht einmal Beitrittskandidaten sind, besondere Bedeutung. Denken Sie z. B. an die Ukraine. Sie hat ein Partnerschafts- und Kooperationsabkommen mit der Europäischen Union abgeschlossen, ist ein Land, das – und das müssen wir weiterhin unterstützen – die

europäische Perspektive als Vision für sich formuliert hat. Dies geschah trotz all der Schwierigkeiten, des Zerschlagens der Handelsströme, wissend, daß 50% der Produktion der Ukraine Halbfabrikate waren, die in Rußland fertiggestellt wurden. Die damit wirklich schweren wirtschaftlichen Konsequenzen sind für die Ukraine nun gegeben. Sie geht nicht den Weg Weißrußlands oder anderer Staaten, sondern hat sich diese europäische Perspektive bewahrt, was für die politische Entwicklung in Europa von großer Bedeutung ist. Und ich sage Ihnen, nur zur Erinnerung für unsere ausländischen Gäste, daß die Ukraine von Wien weniger weit entfernt ist als Bregenz. Daher wird es auch das Ziel, in einem Gipfel der Europäischen Union mit der Ukraine dieses Partnerschaftsabkommen mit Leben zu erfüllen und auch Zeichen zu setzen, genauso wie wir den Gipfel der Europäischen Union mit Rußland in Wien haben werden. Ich glaube, daß das eine besondere Dimension ist, die Österreich in die Europäische Union einbringen kann, weil wir zwar ein junges Mitgliedsland sind, aber eine große europäische Tradition haben.

Es wird dieser Prozeß der Erweiterung der Europäischen Union für Österreich im Sinne einer kurz-, mittel- und langfristigen wirtschaftspolitischen Herausforderung ein besonderer Schwerpunkt sein müssen; wobei dieser Erweiterungsprozeß für Österreich natürlich eine besondere Chance, aber auch ein besonderes Risiko darstellt, was die Frage der Qualität der Vorbereitung dieses Prozesses betrifft. Wir haben eine besondere Chance, da wir durch Handelsverflechtungen, wie auch durch Joint ventures und Direktinvestitionen sehr eng mit diesen Staaten verknüpft sind. Wir haben aber auch ein besonderes Risiko.

Denken Sie nur daran, daß Österreich die längste Landesgrenze aller EU-Staaten zu den neuen Beitrittskandidaten hat oder daß Österreich sehr nahe an der Erweiterungsgrenze seine wirtschaftlichen Ballungsräume hat. Deutschland hat immerhin den Vorteil, daß es – und das darf jetzt nicht zynisch aufgefaßt werden – als Puffer die neuen deutschen Bundesländer hat, die zu 80% Ziel-1-Gebiete sind. Ich meine damit, daß Österreicherinnen und Österreicher nicht vor einer permanenten Immigrationswelle Sorgen haben, sondern durchaus Sorgen vor einer großen Anzahl von Tages- oder Wochenpendlern, die den österreichischen Arbeitsmarkt überfordern könnten, wenn es nicht zu einem geordneten Prozeß kommt, der bedeuten kann, daß es in bestimmten Politikfeldern Übergangsfristen gibt, z. B. bei der Freiheit des Arbeitskräfteverkehrs, die für die Europäische Union auch nichts Neues sind. Denken wir an den Beitritt Portugals, wo es das auch schon gegeben hat. Es wird aber unsere politische Aufgabe sein, während der Präsidentschaft jenen Ländern nicht ein Unmöglichsein, ein Verschiebenwollen, ein Nichtdurchführenwollen dieses Erweiterungsprozesses zu signalisieren, sondern die österreichische Bevölkerung in einer umfangreichen Informationsarbeit über die politischen Notwendigkeiten, die Chancen, aber auch die Risiken und Vorkehrungen, die wir treffen wollen, sehr offen zu informieren – in der Hoffnung, daß es dann eine ähnliche Zustimmungsentwicklung gibt, wie das bei der Währungsunion der Fall war. Wobei es für jeden politisch denkenden Menschen klar ist, daß dieser Erweiterungsprozeß nicht nur im Sinne demokratiepolitischer Überlegungen, auch ganz einfacher sicherheitspolitischer Überlegungen – Bekämpfung der orga-

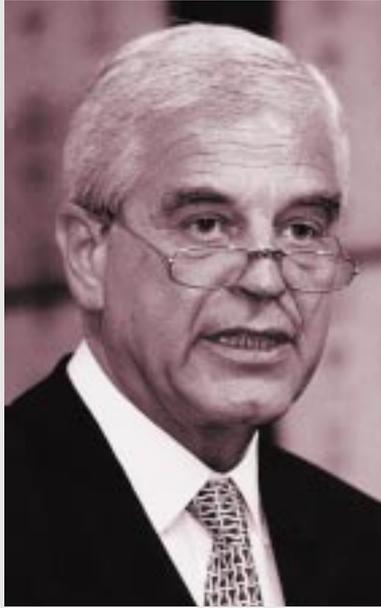
nisierten Kriminalität und vieles andere mehr – von besonderer Bedeutung ist.

Wir haben uns vorgenommen, diesen Prozeß zu einem gemeinsamen friedlichen Europa in diesen zwei von mir dargestellten Dimensionen ein gutes Stück weiterzuentwickeln, wohl wissend, daß es noch vieles Imperfekte in dieser Europäischen Union gibt; vieles, womit wir nicht zufrieden sind, von den Entscheidungsgeschwindigkeiten bis zur manchmal noch mangelnden Sub-



sidiarität und andere Dinge mehr. Aber das Wissen um diese Imperfektion kann nur ein Handlungsauftrag sein, der schrittweise dynamisch zu verbessern ist, da es keine Alternative zu diesem Prozeß eines gemeinsamen friedlichen Europas gibt. In diesem Sinne hat sich Österreich vorgenommen, in seiner ersten Präsidentschaft in ausführlichen Gesprächen zu lernen: von den Luxemburgern, von den Niederländern und von unseren britischen Freunden zu lernen, was man machen sollte und was man nicht tun sollte. Aus diesem halben Jahr österreichischer Präsidentschaft soll kein glamouröses Fest mit spektakulärem Feuerwerk gemacht werden, sondern wir müssen ein ehrlicher Makler des europäischen Prozesses sein und in koalitionsartiger Gemeinsamkeit für eine möglichst effiziente, reibungslose und in diesem Sinne notwendige Entwicklung des Prozesses der Vertiefung und der Erweiterung eintreten. ☞

KLAUS LIEBSCHER^{*)}
PRÄSIDENT
DER
ÖSTERREICHISCHEN
NATIONALBANK



^{*)} Seit 1. September 1998
Gouverneur der Österreichischen
Nationalbank



Die Rolle einer nationalen Zentralbank im ESZB

am Beispiel der OeNB

I Einleitung

Vor wenigen Tagen sind die wesentlichen politischen Weichenstellungen für die Währungsunion vorgenommen worden. Aufbauend auf den Vorarbeiten des Europäischen Währungsinstituts, der Kommission und des ECOFIN-Rats, hat am vergangenen Wochenende der Rat der Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union entschieden, daß die Währungsunion am 1. Jänner 1999 mit elf Mitgliedstaaten beginnen wird. Parallel dazu wurden die bila-



teralen Wechselkurse zwischen den teilnehmenden Währungen bekanntgegeben, die als Basis für deren Euro-Umrechnungskurse dienen werden. Die Europäische Zentralbank wird am 30. Juni feierlich in Frankfurt inauguriert, und am 1. Jänner 1999 wird die Währungsunion planmäßig starten. Damit verfügen die Finanzmärkte über verlässliche Anhaltspunkte, die wesentlich zu einem berechenbaren Verlauf der Wechselkurse und Zinssätze bis zur Währungsunion beitragen werden.

Öffentlichkeit und Finanzmärkte haben erkannt: Die Währungsunion wird in wenigen Monaten Realität. Vergleichsweise gering ist der Informationsstand der Öffentlichkeit jedoch nach wie vor über jene Institutionen, die für die einheitliche Geldpolitik zuständig sein werden, insbesondere ihr Verhältnis zueinander. Wird es in der Währungsunion überhaupt noch Platz für die heutigen nationalen Zentralbanken geben? Und wenn ja, welche Auf-

gaben werden ihnen verbleiben, wo doch die Geldpolitik in Frankfurt entschieden wird? Das sind oft gestellte Fragen. Die Antworten sind in der Tat einigermaßen komplex.

2 Institutionelle Grundzüge des Europäischen Systems der Zentralbanken gemäß Satzung des ESZB und der EZB

Ein erster, oberflächlicher Blick in die Satzung des ESZB und der EZB läßt die Sache recht einfach erscheinen.

- Mit Errichtung der EZB Mitte dieses Jahres wird gleichzeitig das Europäische System der Zentralbanken gegründet. Dieses ESZB wird aus der EZB und den nationalen Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten bestehen. Das ESZB wird ab 1. Jänner 1999 allein für die einheitliche Geldpolitik des Euroraums zuständig sein. Es wird dabei von politischen Weisungen unabhängig agieren und dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität verpflichtet sein.
- Das ESZB wird von den Beschlußorganen der EZB geleitet werden. Das höchste Entscheidungsgremium wird der EZB-Rat sein. In ihm werden bis zu sechs Mitglieder des EZB-Direktoriums, einschließlich EZB-Präsident und -Vizepräsident, sowie die Zentralbankgouverneure der Teilnehmerstaaten vertreten sein. Geldpolitische Entscheidungen werden mit einfacher Mehrheit nach dem Prinzip „eine Stimme pro EZB-Ratsmitglied“ zentral durch den EZB-Rat getroffen werden.
- Das EZB-Direktorium führt die Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rats aus. Es erteilt dazu den

nationalen Zentralbanken die erforderlichen Weisungen.

- Die nationalen Zentralbanken werden integraler Bestandteil des ESZB sein und gemäß den Leitlinien und Weisungen der EZB handeln. Die EZB wird die nationalen Zentralbanken zur Durchführung von Geschäften im Aufgabenbereich des ESZB in Anspruch nehmen, soweit dies möglich und sachgerecht erscheint.
- Schließlich wird es den sogenannten Erweiterten Rat geben. Er wird zur gegenseitigen Koordination und Information zwischen dem Euroraum und den nicht an der Währungsunion teilnehmenden EU-Zentralbanken dienen, aber keinen Einfluß auf die Geldpolitik des Eurogebiets haben.

3 Erhebliche Spielräume bei der konkreten Ausgestaltung

Soweit die Satzung des ESZB und der EZB. Hinter dieser scheinbar recht eindeutigen Struktur verbergen sich in der Praxis erhebliche Spielräume. Das Europäische Währungsinstitut hat einen nicht unerheblichen Teil seiner Vorarbeiten zur Währungsunion den konkreten Aufgabenteilungen und Arbeitsabläufen innerhalb des ESZB gewidmet.

Lassen Sie mich ein paar Beispiele für Fragen erwähnen, für die – innerhalb des Rahmens der ESZB-Satzung – Detailentscheidungen nötig waren: Wer führt innerhalb des ESZB die geldpolitischen Operationen aus? Wer interveniert auf den Devisenmärkten? Wer verwaltet die Devisenreserven? Brauchen wir innerhalb des Eurogebiets noch nationale Zahlungsbilanzstatistiken? Wo halten die Geschäftsbanken ihre Zentralbankkonten? Welche Stellen

im ESZB sollen Zugang zum grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrsnetz TARGET haben? Wer emittiert die Euro-Banknoten? Wer druckt sie? Wo entsteht der Gewinn aus der Notenbankgeldschöpfung: bei der EZB oder bei den nationalen Zentralbanken? Und wie wird er innerhalb des ESZB verteilt? Wer bereitet die Unterlagen für die Sitzungen des EZB-Rats vor? Wird es weiterhin von den nationalen Zentralbanken besetzte Expertenkomitees geben, die die Entscheidungen des EZB-Rats zumindest mitvorbereiten? Wie groß soll die EZB im Verhältnis zu den nationalen Zentralbanken sein, wie viele Mitarbeiter benötigt sie?

Jede dieser Fragen – und ich habe hier nur einige wenige Beispiele herausgegriffen – ist im Rahmen des EWI intensiv diskutiert worden. Die meisten konnten – trotz zum Teil gegensätzlicher Ausgangspositionen – zur Gänze geklärt werden, in einzelnen Fällen wurden Übergangsregeln für die Anfangsphase der Währungsunion vereinbart, die dann im Lichte der Erfahrungen gegebenenfalls angepaßt werden. Soweit erforderlich, wurden die entsprechenden Rechtsinstrumente vorbereitet. Wenn die EZB in einigen Wochen errichtet wird, wird eine ihrer ersten Aufgaben sein, alle diese Vorarbeiten des EWI endgültig zu erörtern und zu beschließen.

4 Grundlegende Philosophie bei der Organisation des ESZB

Wie stellt sich im Lichte der Vorbereitungsarbeiten des EWI die Kompetenz- und Aufgabenverteilung innerhalb des ESZB dar? Welche Rolle werden die nationalen Zentralbanken spielen?

Die grundlegende Philosophie bei der Organisation des ESZB ist, daß die Entscheidungen zentral bei

der EZB – und das heißt konkret bei allen wesentlichen Fragen: durch den EZB-Rat – getroffen werden. Nur so kann die Einheitlichkeit der Geld- und Währungspolitik im Eurogebiet sichergestellt werden. Die Durchführung, also das operative Geschäft, das ja in der Praxis den überwiegenden Teil der Kapazitäten einer Notenbank beansprucht, erfolgt dezentral durch die nationalen Zentralbanken unter der Koordination des EZB-Direktoriums. Diese beiden Prinzipien – zentrale Entscheidungen oder Leitlinien, dezentrale Ausführung – ziehen sich wie ein roter Faden durch alle Geschäftsfelder des ESZB.

An dieser Stelle sind drei Erklärungen angebracht. Die erste betrifft die „Geschäftsfelder“ des ESZB. Der Maastricht-Vertrag grenzt jene Bereiche, die ab der Stufe 3 der Währungsunion in die Zuständigkeit der Gemeinschaft fallen, genau ab. Die grundlegenden Aufgaben des ESZB bestehen darin, die Geldpolitik des Eurogebiets festzulegen und auszuführen, Devisengeschäfte im Einklang mit der Wechselkurspolitik des Eurogebiets durchzuführen, die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten sowie das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern. Auf dem Gebiet der Finanzmarkt- und Bankenaufsicht trägt das ESZB lediglich zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden ergriffenen Maßnahmen bei. Im übrigen können die nationalen Zentralbanken nach wie vor andere Aufgaben wahrnehmen, soweit diese mit der einheitlichen Geldpolitik nicht inkompatibel sind.

Eine zweite Erklärung betrifft die Rechtsnatur des ESZB. Das ESZB an sich hat keine Rechtspersönlichkeit. Lediglich seine Komponenten – die EZB und die nationalen Zentral-

banken – besitzen Rechtspersönlichkeit. Der Begriff ESZB bezieht sich also lediglich auf die Tatsache, daß EZB und nationale Zentralbanken integrale Bestandteile eines Ganzen sind, das durch gemeinsame Regeln, Ziele und Aufgaben sowohl im Innen- als auch im Außenverhältnis geleitet wird. Dies unterstreicht den föderalen Charakter des ESZB und die gleichberechtigte institutionelle Rolle der nationalen Zentralbanken innerhalb des ESZB.

Die dritte Erklärung betrifft den Begriff der Subsidiarität. Das Subsidiaritätsprinzip fordert, daß alle gesellschaftlichen Zuständigkeiten nach der Leitlinie der größtmöglichen Freiheit unter Rücksicht auf das Gemeinwohl verteilt werden sollen. Aufgaben, die von kleineren Einheiten wahrgenommen werden können, sollen nicht von höheren an sich gezogen werden. Die übergeordnete Einheit soll sich auf die Bereiche konzentrieren, die von ihr im gesamtgesellschaftlichen Interesse wahrgenommen werden müssen. Die Europäische Union hat das Prinzip der Subsidiarität in den Maastricht-Vertrag übernommen: Die Gemeinschaft darf in Bereichen, in denen sie über keine ausschließliche Zuständigkeit verfügt, nur tätig werden, soweit die Ziele einer Maßnahme nicht ausreichend durch die Mitgliedstaaten verwirklicht werden können. Wie ist nun das Subsidiaritätsprinzip bei der Währungsunion anzuwenden? Daß die Währungspolitik von der nationalen auf die höhere Gemeinschaftsebene übertragen wird, entspringt der Überzeugung, daß dies im gesamtwirtschaftlichen Interesse ist. Lediglich die Durchführung der Währungspolitik kann – und soll – weiterhin „soweit möglich und sachgerecht“ durch die kleineren Einheiten, also die nationalen Zentralbanken, erfolgen. Wenn man also

von Subsidiarität im Zusammenhang mit der Währungsunion sprechen möchte, muß man genau zwischen geldpolitischer Entscheidung und Durchführung unterscheiden. Im ersteren Fall bildet das Subsidiaritätsprinzip die Motivation für eine Zentralisierung, im letzteren unterstützt es eine Dezentralisierung.

5 Fünf Aufgabenfelder der nationalen Zentralbanken

Vor diesem Hintergrund lassen sich fünf große Aufgabenfelder bzw. Funktionen der nationalen Zentralbanken identifizieren. Erstens werden die nationalen Zentralbankgouverneure an allen Entscheidungen des ESZB maßgeblich mitwirken. Damit im Zusammenhang werden sie zweitens als Schnittstelle zwischen einheitlicher Geldpolitik und nationaler Wirtschaftspolitik agieren. Drittens werden sie bei der Geld-, Devisen- und Zahlungsverkehrspolitik sowie bei der Erhebung der monetären und Zahlungsbilanzstatistiken die operativen Arme des ESZB bilden. Viertens werden die nationalen Zentralbanken das EZB-Kapital bereitstellen – und als Eigentümer der EZB auch die Empfänger des EZB-Gewinns sein. Fünftens bleiben die nationalen Zentralbanken neben ihrer Rolle als ESZB-Mitgliedsbanken weiterhin außerhalb der ESZB-Zuständigkeiten eigenständige Institutionen und können andere Aufgaben in eigener Verantwortung erfüllen. Lassen Sie mich auf diese fünf Funktionen näher eingehen.

5.1 Mitentscheidung im Rahmen des EZB-Rats

Das erste Aufgabenfeld betrifft die Mitentscheidungsfunktion. Wie erwähnt, wird der EZB-Rat aus den vier bis sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums und aus – zunächst –

elf Gouverneuren der nationalen Zentralbanken bestehen. Das Verhältnis zwischen EZB-Direktoriumsmitgliedern und nationalen Zentralbankgouverneuren wird also vorerst etwa ein Drittel zu zwei Drittel sein. Durch dieses große Gewicht der nationalen Zentralbankgouverneure in den Entscheidungen der EZB wird erreicht, daß trotz wichtiger institutioneller Änderungen die notwendige Kontinuität mit der europäischen Zentralbankerfahrung gewährleistet ist.

Die geldpolitischen Entscheidungen im EZB-Rat werden mit einfacher Mehrheit getroffen. Jedes Mitglied des EZB-Rats hat eine Stimme. Dies gilt auch für die nationalen Zentralbankgouverneure, unabhängig von der Größe des Herkunftslandes. Dies spiegelt die Absicht des Vertrags wider, daß die Zentralbankpräsidenten als Person – und nicht als Ländervertreter oder als Vertreter ihrer Institution – Mitglieder des EZB-Rats sein werden. Sie sind den gemeinschaftlichen Zielen und Aufgaben des ESZB verpflichtet und haben die geldpolitischen Erfordernisse des Eurogebiets als Ganzes in den Mittelpunkt ihrer Überlegungen zu stellen. Dementsprechend hat die Unabhängigkeit der EZB-Direktoriumsmitglieder und der nationalen Zentralbankgouverneure im Vertrag einen besonders hohen Stellenwert. Die ESZB-Satzung definiert für diesen Personenkreis präzise Mindestbedingungen für die persönliche Unabhängigkeit – etwa Mindestamtszeit und Schutz vor vorzeitiger Abberufung. Diese bilden einen zusätzlichen Sicherheitsschild gegen Weisungs- oder Beeinflussungsversuche. Das Weisungsverbot an die nationalen Zentralbankgouverneure gilt übrigens gegenüber allen Stellen – externen wie auch internen – also auch gegenüber dem Entscheidungs-

gremium der jeweiligen nationalen Zentralbank. Der Vertrag sieht bewußt keine Offenlegung der Sitzungsprotokolle des EZB-Rats und des Abstimmungsverhaltens der einzelnen EZB-Ratsmitglieder vor, um sie dabei zu unterstützen, verantwortungsvoll zum Wohle des Eurogebiets als Ganzes zu handeln.

Der Auftrag an die Mitglieder des EZB-Rats, europäisch zu denken, ist auch in der ökonomischen Theorie als notwendig herausgestrichen worden, um eine optimale Geld-



politik im Eurogebiet zu gewährleisten. Nehmen wir zum Beispiel an, Österreich und eine Reihe anderer kleiner und mittelgroßer Länder, die zusammen die Stimmenmehrheit im EZB-Rat haben, befänden sich in einer Hochkonjunktur. Hingegen verharren, so die weitere Annahme, Deutschland und Frankreich, die zusammen deutlich mehr als die Hälfte des Bruttoinlandsprodukts des Eurogebiets erwirtschaften, in einer Rezession. Würden die Notenbankgouverneure der kleinen Länder in dieser Situation mit ihrer Stimmenmehrheit die Anhebung der Zinsen im Eurogebiet durchsetzen, um die überhitzte Konjunktur in ihren Ländern zu dämpfen, so würde dieser Schritt nicht den geldpolitischen Erfordernissen des Eurogebiets insgesamt entsprechen. Natürlich handelt es sich bei diesem Beispiel um einen Extremfall, der in der Realität so kaum vorkommen wird. Dies umso mehr, da zu erwarten ist, daß sich die Wirtschaftsentwicklung der

Euro-Teilnehmerländer, wie bereits in den vergangenen Jahren, weiter annähern wird. Dennoch unterstreicht das Beispiel anschaulich das Prinzip, daß die Geldpolitik des EZB immer im Interesse des gesamten Eurogebiets entschieden werden muß und nicht nationalen Interessen verpflichtet sein darf.

Daran wird auch deutlich, wie wichtig qualitativ hochwertige volkswirtschaftliche Analysen zur Vorbereitung der EZB-Ratstreffen in den einzelnen nationalen Zentralbanken sein werden. Zwar wird der Stab des EZB-Direktoriums in Frankfurt für die EZB-Ratssitzungen ein umfassendes Set an Daten und Analysen vorbereiten, das allen Mitgliedern des Rats zur Verfügung stehen wird. Dennoch wird jeder nationale Zentralbankgouverneur gut beraten sein, sich von seinem hausinternen Ökonomen- und Statistikerstab eigene Analysen über die Entwicklungen im Eurogebiet und in der Weltwirtschaft erstellen zu lassen. Dabei kann auf spezifische Fragen, die aus dem Blickwinkel des einzelnen Gouverneurs speziell relevant sind, vertieft eingegangen werden. Das Beispiel des Federal Reserve Systems in den USA zeigt, daß dies unverzichtbar für eine profunde Vorbereitung der Teilnahme an den Sitzungen des geldpolitischen Entscheidungsgremiums ist. Je fundierter und überzeugender die Argumente sein werden, die ein Zentralbankgouverneur im EZB-Rat vorbringt, desto größer wird seine Chance sein, die anderen EZB-Ratsmitglieder zu überzeugen.

Die Erfahrungen des Federal Reserve Systems demonstrieren auch, daß die nationalen – in den USA: regionalen – Notenbanken bei Forschung und Analyse außerdem Marktnischen finden können. Für die OeNB sehe ich etwa einen kom-

parativen Vorteil in der Analyse der Reformländer.

5.2 Kommunikator und Schnittstelle zwischen einheitlicher Geldpolitik und nationaler Wirtschaftspolitik

Eine zweite wichtige Rolle der nationalen Zentralbanken, die sich aus der ersten ergibt, ist jene eines Kommunikators und einer Schnittstelle zwischen der einheitlichen Geldpolitik einerseits sowie der Bevölkerung und der Wirtschaftspolitik in den Mitgliedstaaten andererseits. Wie bei jeder Notenbank wird auch beim ESZB der Erfolg der einheitlichen Geldpolitik maßgeblich von der wirkungsvollen Kommunikation mit der Öffentlichkeit und den anderen Trägern der Wirtschaftspolitik abhängen.

Das ESZB wird einerseits, wie jede Notenbank heute, die Bevölkerung laufend über ihre Strategie und die Motive ihrer Maßnahmen aufklären müssen. Nur so kann sichergestellt werden, daß die europäische Öffentlichkeit diese Geldpolitik auch versteht, unterstützt und mitträgt. Den nationalen Zentralbanken wird in diesem Zusammenhang aus mehreren Gründen eine ganz zentrale Aufgabe zukommen. Sie kennen „neuralgische Punkte“ und „Sensitivitäten“ in ihren Ländern am besten. Sie sprechen – im wörtlichen wie im übertragenen Sinn – die gleiche Sprache wie die Menschen in ihrem Land. Sie genießen das langjährige Vertrauen der Bevölkerung. Sie verfügen über ein dichtes Netz an formellen und informellen Kommunikationskanälen. Und sie haben die geeigneten Ressourcen, um der mitunter sehr zeit- und personalintensiven Aufgabe einer bürgernahen Öffentlichkeitsarbeit gerecht zu werden. Die nationalen Zentralbanken sind daher prädestiniert dazu, die Öffentlichkeitsarbeit des ESZB in

den Teilnehmerstaaten zu betreuen. Freilich wird dabei darauf zu achten sein, daß diese dezentralen Öffentlichkeitsarbeiten einer klaren gemeinsamen Linie folgen.

Ein zweiter zentraler Aspekt der Schnittstellenfunktion betrifft die Kommunikation mit der nationalen Wirtschaftspolitik. Es liegt in der Natur der Währungsunion, daß für das gesamte Eurogebiet nur mehr eine einzige Geld- und Währungspolitik gilt. Nationale Differenzierungen zum Ausgleich unterschiedlicher Wirtschaftsentwicklungen und -strukturen sind nicht mehr möglich. Ein Ausgleich muß daher durch andere Instrumente der Wirtschaftspolitik – die nationale Fiskal-, Einkommens- und Strukturpolitik – erfolgen.

Zwar liegen diese Bereiche der Wirtschaftspolitik außerhalb der direkten Kompetenz der Zentralbanken. Es fällt jedoch sehr wohl in die Verantwortung der Zentralbanken, die nationalen Träger der Wirtschaftspolitik und die Bevölkerung auf Anpassungserfordernisse hinzuweisen. Nur so können die Teilnehmerländer die Vorteile der Währungsunion voll nutzen und mögliche Nachteile gering halten. Die enge Koordination der nach wie vor nationalen Budgetpolitiken, die Gesundung der Staatshaushalte im Einklang mit den Vereinbarungen des Wachstums- und Stabilitätspaktes und eine Flexibilisierung der Wirtschaftsstrukturen sind dabei zentrale Elemente.

Im Idealfall wird die Währungsunion die EU-Regierungen anregen, ohnehin anstehende wirtschaftliche Reformen rascher und mit mehr Nachdruck in Angriff zu nehmen. In diesem Fall kann die Währungsunion als Katalysator für die europäische Wirtschaftsentwicklung wirken. Die bedeutenden Reformanstrengungen der vergangenen Monate und Jahre

in allen EU-Ländern im Vorfeld der Währungsunion stimmen mich zuversichtlich, daß dieses positive Szenario erreichbar ist. In einem gewissen Maß hat die Währungsunion bereits, bevor sie noch begonnen hat, erhebliche positive Auswirkungen auf die Wirtschaftspolitik der letzten Jahre ausgeübt. Wir müssen uns aber bewußt sein, daß die begonnenen Reformen fortgesetzt werden müssen und daß die Teilnahme an einer Währungsunion die verstärkte Bereitschaft zu perma-



nenten Veränderungen und Reformen erfordert.

So wie es im letzten Jahr gelungen ist, die Österreicher vom Nutzen des Euro zu überzeugen, bin ich überzeugt davon, daß man die Bürger Europas auch für die strukturellen Reformmaßnahmen motivieren kann, die den Euro weiterhin begleiten müssen, um seine Vorteile voll zu lukrieren. Hier kommt den nationalen Zentralbanken eine wichtige Rolle als Mittler, Koordinator und Kommunikator zwischen den Anforderungen der einheitlichen Geldpolitik des Eurogebiets und der Wirtschaftspolitik in den Mitgliedstaaten zu. Aufgrund ihrer wirtschaftspolitischen Expertise werden die nationalen Zentralbanken den nationalen Trägern der Wirtschaftspolitik wertvolle Argumentationshilfe für notwendige Reformen leisten können. Im Sinne ihrer Unabhängigkeit sollten sie sich aber nicht scheuen, gegebenenfalls auch die Rolle des Mahners und „schlech-

ten Gewissens“ gegenüber den nationalen Trägern der Wirtschaftspolitik einzunehmen.

5.3 Die nationalen Zentralbanken als operative Arme des ESZB

Lassen Sie mich nun zum dritten großen Aufgabenbereich der nationalen Zentralbanken kommen. Die nationalen Zentralbanken werden die operativen Arme des ESZB sein. Die Vorarbeiten des EWI haben gezeigt, daß eine Dezentralisierung des operativen Notenbankgeschäfts in sehr weiten Bereichen möglich und auch sachgerecht ist. Die moderne Informationstechnologie macht eine dezentrale Abwicklung etwa von Geldmarktenderoperationen bei vertretbarem technischen Aufwand bewältigbar.

Gleichzeitig liegen die Vorteile eines dezentralen Ansatzes auf der Hand. Es wird dadurch möglich, die Infrastruktur und Erfahrung der nationalen Zentralbanken bei der Abwicklung geldpolitischer und anderer Operationen zu nutzen. Die nationalen Zentralbanken haben über Jahrzehnte einen wertvollen Erfahrungsschatz über die historisch gewachsenen nationalen Finanzmärkte erworben. Zu Beginn der Währungsunion werden diese noch erheblich differieren. Um dennoch für die große Anzahl von Geschäftspartnern des ESZB gleiche und gerechte Zugangsbedingungen zur Notenbankliquidität zu gewährleisten, sind die nationalen Zentralbanken als Intermediär zwischen den geldpolitischen Entscheidungen der EZB und den Geschäftspartnern des ESZB unerlässlich. Die nationalen Zentralbanken werden auch am besten in der Lage sein, die raschen und erheblichen Änderungen im Verhalten der Marktteilnehmer, die durch die Währungsunion selbst ausgelöst werden, laufend zu verfolgen. So kann sichergestellt werden, daß

das geldpolitische Instrumentarium des ESZB seine Wirksamkeit und Effizienz auch in einem sich rasch wandelnden Umfeld behält.

Die nationalen Zentralbanken werden daher – auf Anweisung der EZB – die Offenmarktgeschäfte und andere geldpolitischen Operationen mit den Banken abwickeln. Sie werden allfällige von der EZB beschlossene Devisenmarktinterventionen ausführen. Sie werden die Banknoten drucken und ausgeben. Die Geschäftsbanken werden bei den nationalen Zentralbanken ihre Mindestreserven halten, sofern diese Teil des geldpolitischen Instrumentariums bilden – und ich plädiere für einen solchen Schritt. Die nationalen Zentralbanken werden den Zahlungsverkehr beaufsichtigen und als Systemträger beim großvolumigen Zahlungsverkehr fungieren. Sie werden statistische Daten erheben. Sie werden weiterhin an der internationalen währungspolitischen Zusammenarbeit – etwa im IWF und in der BIZ – mitwirken.

Lassen Sie mich zwei Beispiele herausgreifen, anhand derer die wichtige operative Rolle der nationalen Zentralbanken deutlich wird. Erstens die geldpolitischen Operationen des ESZB. Bei allen Instrumenten, wo eine Zuteilung oder Abschöpfung von Liquidität auf Initiative des ESZB erfolgt, werden die Entscheidungen zentral durch die EZB fallen. Die Durchführung und Abwicklung wird jedoch weitestgehend von den nationalen Zentralbanken – gemäß den Anweisungen der EZB – wahrgenommen. Der Großteil der Offenmarktgeschäfte wird ausschließlich von den nationalen Zentralbanken durchgeführt werden. Dies betrifft die wöchentlichen regelmäßigen Tenderoperationen mit zweiwöchiger Laufzeit, die regelmäßigen monatlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte

mit dreimonatiger Laufzeit, strukturelle Offenmarktoperationen und die allfällige Emission von Notenbankschuldverschreibungen. Lediglich Feinsteuerungsoperationen, definitive Wertpapierkäufe und -verkäufe, Devisenswaps und die Herannahme von Termineinlagen können in Ausnahmefällen auf Entscheidung des EZB-Rats direkt von der EZB durchgeführt werden. Bei den ständigen Fazilitäten – also der Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Einlagenfazilität – treten die nationalen Zentralbanken als ausschließliche Geschäftspartner der Banken auf. Auch Mindestreserven werden ausschließlich bei den nationalen Zentralbanken gehalten werden.

Das zweite Beispiel betrifft die Verwaltung der Währungsreserven. Die EZB wird für mögliche Deviseninterventionen und zur Untermauerung des Vertrauens in den Euro mit offiziellen Währungsreserven ausgestattet werden. Diese werden anfangs bis zu 50 Mrd € (rund 700 Mrd S) betragen. Die OeNB wird also zunächst bis zu rund 16 Mrd S ihrer Währungsreserven an die EZB übertragen. Die nationalen Zentralbanken werden die übertragenen Währungsreserven weiterhin für die EZB treuhändig – nach den Veranlagungsregeln der EZB – verwalten. Der bei weitem überwiegende Anteil der österreichischen Währungsreserven wird bei der OeNB verbleiben und auch von dieser veranlagt werden. Um zu verhindern, daß Transaktionen der nationalen Zentralbanken mit diesen Währungsreserven unerwünschte Auswirkungen auf die Geld- und Devisenpolitik des Eurogebiets haben, werden sie Richtlinien – und bei sehr großen Transaktionen der Genehmigungspflicht seitens der EZB – unterliegen.

Insgesamt wird an diesen beiden Beispielen deutlich, daß der opera-

tive Rahmen des ESZB, wie er im EWI vorbereitet wurde, soweit wie möglich auf die vorhandenen Ressourcen der nationalen Zentralbanken zurückgreift und nur die entscheidungsbezogenen Schritte bei der EZB ansiedelt.

5.4 Kapitaleigner der EZB

Wie stellt sich nun die Rolle der nationalen Zentralbanken als „Kapitaleigner“ der EZB dar? Die EZB wird mit einem Kapital von 5 Mrd € (rund 70 Mrd S) ausgestattet sein.



Die nationalen Zentralbanken werden die einzigen Aktionäre der EZB sein. Lediglich die nationalen Zentralbanken des Eurogebiets zahlen ihr Kapital zunächst ein. Die Kapitalanteile der nationalen Zentralbanken errechnen sich je zur Hälfte aus dem Anteil der Bevölkerung und des Bruttonationalprodukts der EU-Länder.

Auf die OeNB entfällt ein Anteil von ca. 2,3% oder rund 115 Mio € (rund 1,6 Mrd S). Bezogen auf die elf Teilnehmer zu Beginn der Währungsunion wird die OeNB einen Anteil am eingezahlten Kapital von ca. 2,9% haben.

Mit der Einzahlung des Kapitals ist auch verbunden, daß die OeNB einen entsprechenden Anspruch auf die Gewinne der EZB haben wird. Weiters ist der Kapitalschlüssel auch maßgeblich für die Verteilung der monetären Einkünfte, die die nationalen Zentralbanken aus der Ausgabe von Zentralbankgeld erwirtschaften. Die ESZB-Satzung sieht vor, daß die monetären Einkünfte aller teilnehmenden nationalen Zentralbanken in einen gemeinsamen Topf eingezahlt und dann nach dem Kapitalschlüssel an sie zurückverteilt werden. Dieses Verfahren ist darin begründet, daß in der Währungs-

union nicht vorhersehbar ist, wie die Zentralbankgeldschöpfung regional verteilt sein wird. Da das gesamte Eurogebiet ein einheitlicher Währungsraum mit denselben Geldmarktzinsen und Bedingungen zur Bereitstellung von Zentralbankgeld ist, wird dies auch unerheblich sein. Um jedoch eine gerechte Verteilung des Geldschöpfungsgewinns innerhalb des ESZB zu gewährleisten, ist ein Gewinnverteilungsmechanismus vorgesehen. Allerdings werden zumindest in der Anfangsphase der Währungsunion die nationalen Zentralbankbilanzen aufgrund unterschiedlicher nationaler Bargeldnutzungs-, Zahlungsverkehrs- und Spargewohnheiten teilweise noch erheblich differieren. Daher sind Übergangsregeln vorgesehen, während derer der Gewinnverteilungsmechanismus noch nicht greift. Wenn die nationalen Finanzmarktstrukturen und Bargeldumläufe sich zunehmend einander angleichen, wird man dann besser beurteilen können, in welcher Art und Weise das Gewinnverteilungsverfahren über Einschleifregelungen sukzessive eingeführt werden soll.

5.5 Andere Aufgaben im eigenen Verantwortungsbereich

Lassen Sie mich nun zum letzten Aufgabenbereich kommen. Neben ihrer Funktion als integraler Bestandteil des ESZB nehmen nationale Zentralbanken als historisch gewachsene Gebilde häufig eine Reihe spezifischer Aufgaben wahr. Derartige öffentliche Aufgaben betreffen insbesondere Agenden im Zusammenhang mit der Finanzmarkt- und Bankenaufsicht, sei es als Aufsichtsbehörde selbst oder als Expertenstab zur Unterstützung der Bankenaufsicht. Manche Notenbanken erstellen im Zusammenhang mit dem Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente und als Service für die

Wirtschaft landesweite Firmenbilanzanalysen. Zentralbanken sind mitunter auch in die staatliche Export- und Wissenschaftsförderung involviert. Daneben erfüllen Notenbanken auch häufig Finanzdienstleistungen für öffentliche Körperschaften. Manche Zentralbanken führen, ähnlich Kommerzbanken, Konten für Privatkunden. Andere Zentralbanken halten – aus kommerziellen oder strategischen Überlegungen – Beteiligungen in einzelnen Produktions- und Dienstleistungssektoren.

Die Satzung des ESZB beabsichtigt nicht, die historisch gewachsenen Strukturen der einzelnen nationalen Zentralbanken gewaltsam aufzubrechen und zu vereinheitlichen. Dementsprechend sind auch deren Rechts- und Organisationsform offengelassen. Es muß jedoch klargelegt sein, daß eine nationale Zentralbank derartige zusätzliche Aufgaben in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung wahrnimmt und daß diese nicht als Agenden des ESZB gelten. Schließlich kann der EZB-Rat mit Zweidrittelmehrheit entscheiden, daß bestimmte Tätigkeiten nicht mit den vertrags- und satzungsmäßigen Aufgaben und Pflichten des ESZB vereinbar sind und diese unterbinden. Die bisherigen Arbeiten im EWU in dieser Frage, insbesondere im Rahmen der Untersuchung der rechtlichen Konvergenz, lassen darauf schließen, daß Einschränkungen nur erfolgen werden, wenn eine Beeinträchtigung der einheitlichen Geldpolitik droht.

6 Neuordnung der OeNB im Vorfeld der Währungsunion

Sehr geehrte Damen und Herren!

Die mit der Währungsunion verbundene grundlegende Neuordnung des Notenbankwesens in Europa hat auch eine Neuordnung der OeNB

notwendig gemacht. Diese umfaßt mehrere Dimensionen.

Eine erste betrifft die Transformation von einer selbständigen Notenbank in einen integralen Bestandteil des ESZB. Das geldpolitische Ziel, die geldpolitische Strategie und das Zwischenziel sowie die geldpolitischen Instrumente müssen an jene des ESZB angeglichen werden. Die OeNB hat diese Entwicklung bereits vor mehreren Jahren eingeleitet, um die Anpassung auch für das österreichische Finanzsystem möglichst reibungslos zu gestalten. Die jahrzehntelange Stabilitätspolitik bewirkt, daß der Übergang auf das geldpolitische Ziel des Maastricht-Vertrags für uns de facto keinerlei Änderung bedeutet. Der Umstellung von einem Wechselkurszwischenziel auf eine neue Strategie wurde OeNB-intern durch vorbereitende Studien und den Aufbau entsprechender Forschungsexpertisen Rechnung getragen. Weiters hat die OeNB ihre geldpolitischen Instrumente in den letzten Jahren sukzessive auf marktmäßige Instrumente umgestellt. Die noch verbleibenden Anpassungen sind in Zusammenarbeit mit den Banken weit vorangeschritten.

Eine zweite Dimension betrifft die Überarbeitung der Geschäftsfelder der OeNB. Prinzipiell bleiben der OeNB alle bisherigen Geschäftsfelder auch in der Währungsunion erhalten. Es erfolgen jedoch in vielen Bereichen mehr oder weniger deutliche Akzentverschiebungen. So wird sich etwa der Schwerpunkt der volkswirtschaftlichen Analysen der OeNB einerseits auf die Geldpolitik im Eurogebiet insgesamt beziehen, um den OeNB-Gouverneur auf die regelmäßigen EZB-Ratssitzungen optimal vorzubereiten. Andererseits werden Rückwirkungen der einheitlichen Geldpolitik auf die österreichische Wirtschaft zu identi-

fizieren und Empfehlungen für die heimische Wirtschaftspolitik abzuleiten sein. Darüber hinaus wird die wirtschaftliche Entwicklung unserer Nachbarländer im Osten auch weiterhin ein Schwerpunkt der OeNB-Analysen bleiben. Auf die Veränderungen bei der operativen Achse der Währungspolitik habe ich bereits hingewiesen. Im Rahmen des ESZB wird die OeNB diese Aufgaben weiterhin erfüllen. Auch die monetären und Zahlungsbilanz-Statistiken wird die OeNB in Österreich weiterhin



erheben, allerdings in einer für das gesamte Eurogebiet vereinheitlichten Form. Im Bereich des Zahlungsverkehrs hat die Währungsunion den Anstoß für ein verstärktes Engagement der OeNB gegeben. Die OeNB hat ein den europäischen Anforderungen entsprechendes neues Zahlungsverkehrssystem, ARTIS (Austrian Real Time Interbank Settlement) entwickelt und bereits erfolgreich in Betrieb genommen. Damit ist die Einbettung in das europäische Zahlungsverkehrssystem TARGET per 1. Jänner 1999 sichergestellt. Auch auf die Herstellung und Verteilung der künftigen Euro-Banknoten hat sich die OeNB umfassend und gründlich vorbereitet. Den Designwettbewerb für die künftigen Euro-Banknoten hat ein Grafiker der OeNB für sich entschieden. Mit der Errichtung der neuen Banknotendruckerei hat die OeNB die nötigen technischen Voraussetzungen für die Produktion der Euro-Banknoten geschaffen. Bei der

Bankenaufsicht werden die derzeitigen Kompetenzen der OeNB durch die Errichtung des ESZB nicht berührt. Die Währungsunion wird aber den Restrukturierungsprozeß auf den europäischen Finanzmärkten intensivieren und beschleunigen. Erhöhte Markttransparenz, verstärkter grenzüberschreitender Wettbewerb, fortschreitende Disintermediation und zunehmende finanzielle Anfälligkeit vor dem Hintergrund einer immer engeren weltweiten Vernetzung der Finanzmärkte werden die Finanzmarkt- und Bankenaufsicht vor beachtliche Herausforderungen stellen. Die OeNB begegnet diesen durch den Einsatz qualifizierter Mitarbeiter und durch eine aktive Beteiligung an der immer engeren internationalen Koordination der Aufsichtsbehörden.

Eine dritte Dimension betrifft die rechtliche und organisatorische Neuordnung der OeNB. Die Unabhängigkeit der Notenbank hat in Österreich bereits eine lange Tradition. Das Erfordernis des Maastricht-Vertrags, bis zur Errichtung des ESZB die Satzung der Zentralbank in Einklang mit dem Vertrag zu bringen, hat daher für uns keine grundlegende Änderung der Rolle einer Notenbank bedeutet. Dennoch waren in zwei Bereichen Anpassungen nötig, die in der kürzlich verabschiedeten Novelle zum Nationalbankgesetz ihren Niederschlag gefunden haben. Erstens bedurfte die institutionelle Ausgestaltung der Unabhängigkeit der OeNB-Entscheidungsgremien einer Verfeinerung. Die Kompetenzaufteilung zwischen Generalrat und Direktorium wurde angepaßt, und die Funktion eines Gouverneurs sowie Vizegouverneurs wurde neu eingeführt. Auch der Zielartikel des Nationalbankgesetzes wurde in Anlehnung an die Zielformulierung des Maastricht-Vertrags neu gefaßt. Zweitens erfolgten bei

den Bestimmungen über die Aufgaben und Instrumente Anpassungen, um die Integration in die Struktur des ESZB sicherzustellen.

7 Ausblick – Der Weg zur Währungsunion als evolutionärer Prozeß

Die Schaffung der Währungsunion und des ESZB folgt einem evolutionären Verlauf. In den vergangenen Jahren haben alle EU-Mitgliedstaaten einen beachtlichen Prozeß wirtschaftlicher Konvergenz durchlaufen. Dieser hat sich nicht auf die Erfüllung der Konvergenzkriterien beschränkt. Insbesondere war auch eine deutliche Annäherung bei den wirtschaftspolitischen Zielen und den zur Erreichung dieser Ziele als geeignet angesehenen Maßnahmen zu beobachten. In den Regierungen der EU-Mitgliedstaaten herrscht heute kein Zweifel über die Notwendigkeit stabiler monetärer Rahmenbedingungen und gesunder Staatshaushalte als Basis für dauerhaftes Wachstum. Es ist entscheidend für den Erfolg der Währungsunion, daß sich der wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Konvergenzprozeß nun auch in den nächsten Jahren fortsetzt und vertieft. Strukturreformen zur Flexibilisierung der Wirtschaft müssen weiter vorangetrieben werden. In der Fiskalpolitik muß der Wachstums- und Stabilitätspakt gewissenhaft umgesetzt werden. Die Staatshaushalte müssen ausgeglichen werden, damit die Budgetpolitik ihren in den vergangenen Jahren weitgehend aufgebrauchten Spielraum wiedererlangt. Diese Änderungen treffen uns nicht unvorbereitet. Sie stellen eine Fortsetzung der bereits hinter uns liegenden Reformschritte dar und wären auch ohne Währungsunion notwendig gewesen.

Der Beginn der Währungsunion markiert einen Regimewechsel für

das Wechselspiel der wirtschaftspolitischen Institutionen in Europa. Dieser betrifft einerseits das Verhältnis zwischen Notenbanken und anderen Trägern der Wirtschaftspolitik, sowohl auf Gemeinschafts- als auch nationaler Ebene. Andererseits wandelt sich die Rolle der nationalen Zentralbanken im ESZB fundamental. Dennoch kommt dieser Wechsel nicht als unerwarteter Schock, sondern ist das Ergebnis langjähriger Vorbereitungen. Alle betroffenen Institutionen waren Teil dieser Vorbereitungsarbeiten und haben ihr Wissen und ihre Erfahrung eingebracht. Die für die Wirtschafts- und Währungspolitik zuständigen Personen aus den nationalen Finanzministerien und Notenbanken sowie aus Kommission und EWU werden auch in der Währungsunion weitgehend die gleichen bleiben und auch über diesen Weg für Kontinuität sorgen.

Im Bereich der Geldpolitik und des Notenbankwesens ist die bereits erreichte gegenseitige Annäherung besonders ausgeprägt. Die Koordination der Geld- und Wechselkurspolitik im EWS während der letzten nahezu zwanzig Jahre und die Vorbereitungen für die Währungsunion seit Anfang der neunziger Jahre haben eine beeindruckende Konvergenz der Auffassungen über Rolle und Aufgaben der Geldpolitik und über das Primat der Preisstabilität gebracht. Dies wurde ja auch in den Konvergenzberichten des EWU und der Kommission klar hervorgehoben. Auch die Finanzmärkte haben dies durch Zinskonvergenz und Wechselkursstabilität honoriert. Alle ab 1. Jänner 1999 teilnehmenden EU-Notenbanken sind heute unabhängig, sind dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität verpflichtet und haben ihr geldpolitisches Instrumentarium bereits weitgehend an die zukünftigen Anforderungen des ESZB angepaßt. Die EZB wird den

Brennpunkt der besten europäischen Zentralbanktraditionen bilden. Die gleichen Zentralbankgouverneure, die heute für die stabilitätsorientierte Geldpolitik in ihren Ländern verantwortlich sind, werden als Mitglieder des EZB-Rats die Geldpolitik des Euro entscheiden. Alle diese Argumente lassen mich zu der Überzeugung gelangen, daß die EZB die Glaubwürdigkeit der in der Vergangenheit erfolgreichsten Notenbanken des ESZB von Anbeginn an übernehmen kann.

Das Prinzip des evolutionären Prozesses wird auch und im besonderen für die zukünftige Aufgabenteilung innerhalb des ESZB und damit für die Rolle der nationalen Zentralbanken innerhalb des Systems gelten. Die Geschichte der wenigen existierenden föderal organisierten Notenbanksysteme zeigt, daß sich die Kompetenzaufteilung innerhalb eines solchen Systems im Lichte der praktischen Erfahrungen über die Jahre erheblich wandeln kann. Nehmen wir nochmals das Beispiel des Federal Reserve Systems (Fed) der USA. Dieses System war bei seiner Gründung extrem dezentral organisiert. Die geldpolitischen Entscheidungen, aber auch der operative Arm der Geldpolitik wurden jedoch im Lichte der Erfahrungen in der Folge zentralisiert. Ich impliziere damit keinesfalls, daß sich das ESZB im operativen Bereich in Richtung Zentralisierung entwickeln wird. Die Entwicklung des Fed und jene des ESZB bewegt sich vor einem ganz anderen historischen und politischen Hintergrund. Die europäische Währungsunion ist eine Union unabhängiger Staaten, während das Fed in einem geeinten Staat agiert. Deshalb gibt es auch – anders als in der Währungsunion – nicht in jedem US-Bundesstaat eine Federal Reserve Bank. Zudem ist die Kommunikations- und Informationstechnologie

heute unvergleichlich weiter fortgeschritten, sodaß eine dezentrale Durchführung des operativen Geschäfts im ESZB bei weitem leichter sein wird als im Fed zu Anfang dieses Jahrhunderts. Die Geschichte des Fed legt jedoch nahe, daß auch die Organisation des ESZB im Laufe der Zeit einer Evolution unterworfen sein kann, deren genaue Richtung von den konkreten Erfahrungen mit der Durchführung der Geldpolitik beeinflußt sein wird.

Eine Rolle wird dabei auch spielen, in welche Richtung sich die Europäische Union insgesamt bewegt. In dem Maße, in dem die Integration voranschreitet, nationale Grenzen zunehmend verwischt werden und sich Akzente in Richtung einer politischen Union vertiefen, könnte eine parallele Entwicklung auch innerhalb des ESZB erfolgen. Die politische und allgemeinwirtschaftliche Integration der Gemeinschaft und die Erfahrungen mit der einheitlichen Geldpolitik werden sich dabei gegenseitig – so hoffe und erwarte ich – in fruchtbarer Weise beeinflussen.



HELMUT FRISCH &
SYLVIA STAUDINGER
UNIVERSITY OF
TECHNOLOGY VIENNA



Which target for the ECB? —

A comparative analysis

I Introduction

There is a remarkable consensus in the recent theoretical literature that monetary policy should aim at some nominal quantity, i. e. a “nominal anchor”, and that it is desirable to commit the monetary authorities to a fixed rule of monetary policy (Cukierman 1996 a, 1996 b). In this paper we investigate three rules that promise to achieve a better economic performance in terms of output and price stability. We analyze inflation targeting, nominal income targeting and nominal money aggregate targeting. These policy rules are compared with an “optimal” monetary policy, i. e. the loss minimizing solution subject to the loss function of the ECB.

As an analytical framework we use a two-country model of the Mundell-Flemming type as introduced by Canzoneri and Henderson (1991).

The two countries refer to EMU (“home” country) and the US (“foreign” country). In this context we explore the effects of real and nominal shocks. We focus on the response of the key macroeconomic variables in the home country, which differ according to the four monetary policies. We are able to establish a qualitative ranking of the four monetary policies with respect to the loss of the ECB. A key result of the analysis of this paper is: A rather small but positive weight on employment in the objective function of the ECB makes nominal income targeting superior to inflation targeting and monetary targeting. If the weight on employment is zero, the ranking is changed: Inflation targeting is the optimal monetary policy and nominal income is inferior to inflation targeting but superior to money targeting.

The rest of the paper is organized as follows: Section 2 points out the

advantages and disadvantages of various target regimes. Section 3 describes the macroeconomic model and the objective functions of the ECB and the Fed. Section 4 investigates the influence of real and nominal shocks on main macroeconomic variables and gives a qualitative ranking of the different monetary strategies. Section 5 summarizes the conclusions.

2 Do central banks need a nominal target?

Which qualities characterize a “good” target? A “good” target should be easy to control and highly transparent to the public. As stressed by Cukierman (1996) there exists a tradeoff between “visibility” and “controllability” of a nominal target. The inflation target has an advantage over monetary targeting since the price level (resp the inflation rate) is more visible to a general public than monetary aggregates (e. g. the “monetary base”). On the other hand the monetary base can be tightly controlled by the central bank (CB), whereas due to long and variable lags between money and the price level the CB has only an imperfect control over inflation.

In this section we briefly review the three possibilities of nominal targeting which we analyze in our framework:

- inflation targeting
- monetary targeting
- nominal income targeting.

Svensson (1996) suggests that inflation targeting should be implemented as inflation forecast targeting in the sense that the CB inflation forecast is treated as an explicit (intermediate) target. The CB has to set its instrument such that its inflation forecast equals the inflation target. If the forecast is on target, monetary policy is appropriate. If the forecast is above (below) the target,

monetary policy should be tightened (eased). The instrument of monetary policy is an endogenous variable (the interest rate in the Svensson model) which reacts to “news” (i. e. shocks) in the economy.

The main problem of operating direct inflation targeting is the existence of long and variable lags. Given such lags, the attempts to use monetary policy to change inflationary developments in the short run might cause interest rates to become excessively unstable. A severe problem of inflation targeting is the forecast what rate of inflation could be expected on the assumption of an unchanged economic policy. The next step is to forecast what policy will be needed to bring future inflation in line with the target. This forecast procedure is open to the Lucas critique, that the wage/price decisions of the agents change when monetary policy is changed. Therefore the expected rate of inflation derived from given historical data might be inappropriate when monetary policy is changed.

The best known example using monetary targeting is Germany. The Bundesbank uses a dynamic version of the quantity theory in determining the target rate of growth of money supply. The latter is determined by the rate of growth of real (potential) GDP, the basic inflation rate and is corrected by the expected change in the velocity of money. The monetary target (i. e. the rate of growth of M3) is publicly announced each year (v. Hagen 1995). A monetary target provides a simple and transparent way of formulating monetary policy, thereby meeting three goals, namely limiting the role of discretion within the year, favorably influencing inflationary expectations of the public and finally leaving the CB a high degree of

“de facto” autonomy in pursuing its monetary policy.

Monetary targeting rests on the belief that monetary aggregates are linked in a rather stable manner to the medium term evolution of nominal variables and that they can be controlled by the CB in a rather tight way. In practice the main operational issue is to set the reference period and the speed with which deviations from the pre-announced target are corrected. In our theoretical analysis we assume that the monetary authorities select a numerical value of the monetary aggregate with no further reaction of the monetary policy during the reference period. (“Unconditional targets” Svensson, 1997).

A rule which is still in the realm of academic discussion (Cukierman, 1996) is nominal income (GDP) targeting. This target has the advantage of visibility but its practical difficulty lies in the data on real income that are available quarterly at best. Hall and Mankiw (1996) point out that the “consensus” forecast is a reasonable indicator of future values of nominal income, so that the forecast makes sense as a target. The rule could be implemented in a way similar to inflation targeting. The ECB would announce a target rate of growth of nominal GDP for the next year or the next two years. Then, each month (each quarter) as new information becomes available about the growth of GDP the ECB sets its instruments (i.e. the monetary base) to ensure that the current forecast of nominal income does not deviate from the announced target. It takes months for monetary policy to affect actual nominal income but the feedback loop from current monetary



policy to current forecast of nominal income a year in the future is quick and powerful.

3 The model

The framework of our analysis is a log-linear rational expectations two-country model.¹⁾ We associate with the foreign economy the USA and with the home country EMU. Both economies are of the same size and structure and are represented by the same set of equations: A Cobb-Douglas production function, an aggregate demand equation (open economy IS-curve) and an equilibrium condition of the money market (LM-curve). It is further assumed that the open interest parity equation holds. Nominal wages are negotiated at the end of period $t-1$ and are unchanged during the contract period in t . The two economies are connected by flexible exchange rates.

Both economies are exposed to shocks: goods market demand shocks u, u^* , money demand shocks v, v^* and goods market supply shocks x, x^* . Each of these shocks is expected to be transitory, i. e. to disappear in the next period. The reference period in our model is the period of the nominal wage contract. We assume covariances across pairs of structural shocks and covariances equal to zero across all other shocks.

The purpose of this paper is to investigate the effects of various shocks on key macroeconomic variables under three alternative monetary rules: inflation targeting, money stock targeting and nominal income targeting.

In order to compare these monetary rules with an “optimal” monetary policy we adopt an objective function for monetary policy. We introduce the familiar quadratic loss function:

$$L = 0.5 \{ (q_t - q_{t-1})^2 + \Phi (n_t - \bar{n})^2 \}$$

The variables are expressed in logarithms and asterisks denote variables of the US.

The difference $q_t - q_{t-1}$ denotes the rate of inflation measured in terms of the consumer price index. The equilibrium level of employment \bar{n} in this model is zero and we use the simplifying assumption that $q_{t-1} = 0$.

This gives the following loss function:

$$L = 0.5 \{ q^2 + \Phi n^2 \}$$

The loss function therefore covers two cases: inflation targeting $q_t - q_{t-1}$ and/or price level targeting q_t (in this case: $q_{t-1} = 0$): n measures the deviation from the target, which is the natural rate of employment $\bar{n} = 0$.

The question arises whether this objective function models in an adequate way the meaning of the Maastricht Treaty? The relevant clause in Article 105(1) reads as follows:

“The primary objective of the ESCB shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Community . . .”

Note that the Treaty does not say price stability is “the only objective”. This would correspond to the case in which the weight $\Phi = 0$. We think that the assumption of a tradeoff between price stability and employment is compatible with the Treaty if price stability is the overriding objective of monetary policy.

Economists building on the concept of a Lucas supply function and on a rational expectation framework would not accept employment to be an argument in the objective function of the ECB because of the “policy ineffectiveness postulate” (Sargent and Wallace). It is well known that this postulate is based on

1 In the full version of this paper the structural equations of the model and the solutions are set out in detail. This full version is available on request.

two basic assumptions: rational expectations and market clearing in each period. In this model nominal wages for period t are negotiated at the end of period $t-1$ and remain fixed during the contract period. Therefore monetary policy is effective for the contract period and it makes sense to have employment as an argument in the loss function.

In the context of this framework we analyze the change of key macroeconomic variables caused by various real and monetary shocks. The reactions of the macroeconomic

variables differ according to the three different monetary rules. The results generated by the three policy rules are compared with the “optimal” monetary policy, i. e. the loss minimizing solution subject to the above loss function of the ECB.

4 What happens under different shocks?

4.1 A symmetric supply shock

A famous example for an adverse symmetric supply shock is the oil shock 1974/75.

Table 1

A symmetric supply shock $x = x^* > 0$				
	Inflation target	Money target	Nominal income target	Optimal policy
consumer price	q 0	q \uparrow	q \uparrow	q \uparrow
employment real	n \downarrow	n \downarrow	n 0	n \downarrow
exchange rate	z 0	z \uparrow	z \uparrow	z \uparrow

Table 1 shows the effect of a symmetric external supply shock on key endogenous variables. Looking at the variables one by one, we find:

Employment falls most under a monetary policy of inflation targeting and is unchanged under nominal income targeting. Employment also falls when the ECB pursues a money supply target or a discretionary policy. The decline lies between the two extreme cases of inflation targeting and nominal income targeting.

The ranking of the price reaction is the reverse of that for employment and real output. The increase of the consumer price index is largest when nominal income is stabilized and least when inflation is the target. The domestic price level will certainly increase if the ECB follows a discretionary policy or the goal of money supply targeting. But again the price reaction will lie between the two extreme cases of inflation targeting and nominal income targeting.

Since nominal wages are fixed during the contract period, real wages will fall most under a monetary policy of nominal income targeting and least under inflation targeting. Real wages will unambiguously fall under a discretionary policy and under a money supply target. The fall will be less than under nominal income targeting and more than under inflation targeting.

If the goal of monetary policy is inflation targeting in the US and EMU an unambiguous response of monetary policy can be predicted: Money supply will be lower after the policy reaction of the Fed and the ECB. A clear statement is also possible when the ECB adopts a money supply target and watches passively the disturbances of the supply shock. In this case world money supply will fall because of the reduction in the US and the unchanged monetary base in Europe. Since the interest rate effect is ambiguous in the case of discretionary policy and GDP-

targeting it cannot be determined whether the optimal response of the ECB requires a reduction or expansion of the money supply. On the other hand the foreign monetary policy is always restrictive, since the Fed sticks to an inflation target in all cases.

Using the loss function of the ECB to give a qualitative ranking of the different policy regimes, we have to evaluate the expected losses under the various regimes and compare these loss functions pairwise. Starting with the difference of the losses under inflation targeting and nominal income targeting we obtain that this difference depends on the parameter ϕ and on the elasticity of output with respect to employment α . If α is about 0.75 this difference is positive as long as $\Phi > 0.25$ (the relative weight to inflation is four times the weight to employment). On the other hand if the ECB gives no weight to employment, i. e. $\Phi = 0$ inflation targeting would be unambiguously better than nominal income targeting. In the latter case inflation targeting coincides with the optimal policy.

Comparing the loss of nominal income targeting and money target-

ing yields that the loss of money targeting is greater than the loss of nominal income targeting.

Comparing inflation and money targeting leads to the result that the difference of the two losses depends on the parameters of the model and that the sign of the difference is ambiguous.

To summarize these statements we get the following ranking, if we assume that the ECB gives a sufficient weight to employment ($\Phi > 0.25$):

1. discretionary policy (= optimal policy)
2. nominal income targeting
3. inflation targeting or money targeting (depending on the parameters).

Assuming that the ECB gives no weight to employment yields a different ranking, namely

1. discretionary policy (= inflation targeting)
2. nominal income targeting
3. money targeting.

4.2 A unilateral domestic demand shock

A suitable example is an unexpected rise in government expenditure during the contract period.

Table 2

	A unilateral domestic demand shock $u > 0, u^* = 0$			
	Inflation target	Money target	Nominal income target	Optimal policy
consumer price	q 0	q ?	q ↓	q ↓
employment real	n ↑	n ↑	n 0	n ↑
exchange rate	z ↓	z ?	z ↓	z ↓

Table 2 exhibits the reaction of the main macroeconomic variables caused by a domestic demand disturbance: Employment is unchanged when the ECB adopts a nominal income target and will rise under all other policies. The increase is largest under inflation targeting and least under nominal income targeting.

Employment will unambiguously rise under a money target and when the ECB follows a discretionary policy. The employment reaction of these two cases lies between inflation targeting and nominal income targeting.

The consumer price index q is stabilized under an inflation target

and will fall in all other cases. The strongest fall occurs under nominal income targeting. It can be shown that the producer price index p increases under all money policy rules except in the case of a nominal income target.

Therefore real wages as seen by the producer will fall most under inflation targeting and least under nominal income targeting where the producer real wage remains unchanged. Real wages fall certainly under a money aggregate target and also under a discretionary policy.

In two cases, namely money targeting and nominal income targeting, the response of monetary policy is unambiguous. In the case of money targeting the domestic monetary base remains unchanged and under nominal income targeting the monetary base will be clearly lowered. In the latter case nominal income remains unchanged and the interest rate rises. The operating rule for the ECB would call for a reduction of the monetary base to “offset” the fall in the money demand.

In the case of inflation targeting the direction of change of money demand is unclear because of two

conflicting forces: The rise in nominal income raises money demand while the increase in the interest rate lowers money demand.

Finally, because of the ambiguous interest rate reaction the direction of adjustment of the monetary base cannot be determined when the ECB follows a discretionary policy.

Turning to the loss function of the ECB, we obtain the same ranking as in the previous case:

1. discretionary policy (= optimal policy)
2. nominal income targeting
3. inflation targeting or money targeting (depending on the parameters).

If the weight of employment in the ECB loss function is zero, the ranking is changed to:

1. discretionary policy (= inflation targeting)
2. nominal income targeting
3. money targeting.

4.3 A unilateral domestic money demand shock

An increase in v could be associated with an unexpected fall in the velocity of circulation of money.

Table 3

A unilateral domestic money demand shock $v > 0, v^* = 0$				
	Inflation target	Money target	Nominal income target	Optimal policy
consumer price	q 0	q ↓	q 0	q 0
employment real	n 0	n ↓	n 0	n 0
exchange rate	z 0	z ↓	z 0	z 0

Table 3 summarizes the reaction of the key macroeconomic variables to an unexpected, exogenous increase in the domestic money demand. When the ECB adopts inflation targeting or nominal income targeting as a rule for monetary policy, a domestic money demand shock would be completely neutralized. Neither the real variables as

employment or the real exchange rate nor the consumer price index or the market rate of interest would be affected by this monetary shock. Both monetary rules call for an offsetting adjustment in money supply in response to the change in domestic money demand.

Since both inflation targeting and nominal income targeting lead to a

solution in which the deviation of employment n and the consumer price index q from their equilibrium levels are minimized, they are equivalent to the optimal monetary policy (see last column). Hence, an unexpected demand disturbance in the money market can easily be eliminated by an offsetting adjustment of the monetary base by the ECB.

Assume that the monetary authorities are targeting the level of the monetary base. An unexpected



increase in the domestic demand for money will raise the interest rate. The latter effect and the appreciation of the real exchange rate z will depress aggregate demand. The fall in the producer price level (i. e. increase in real wages) will contract employment and output. If the ECB is pegging money supply, the disturbance cannot be bottled in the money market but will affect the real sector of the economy, generating a contractive episode. As mentioned before, both inflation targeting and nominal income targeting correspond to the optimal monetary policy. Therefore, using the loss functions we obtain an unambiguous ranking: 1. discretionary policy = inflation targeting = nominal income targeting, 2. money targeting.

5 Conclusions

What monetary policy should the ECB pursue after the introduction of the single currency in Europe?

In this paper we have shown the advantages and disadvantages of various monetary regimes, given an inflation targeting policy in the US. The comparison of inflation targeting, money targeting and nominal income targeting and as reference solution a loss minimizing policy leads to the following main results.

In our analysis we distinguish nominal (money demand) and real (goods market supply and demand) shocks. It turns out that money demand shocks are completely offset except the ECB chooses a policy of money targeting. Furthermore, the effect of a symmetric money demand shock on the domestic economy coincides with the result of a unilateral domestic shock. Foreign nominal shocks do not affect the home economy since the inflation targeting policy of the Fed offsets this shock completely by increasing money supply. As one can see, money supply targeting has the least nominal shock absorbing properties.

The situation is different and more complex if we turn our attention to real shocks. Concentrating first on the effects of real shocks on employment, we have seen that the effects of those shocks are largest under a system of inflation targeting while real disturbances leave employment completely unchanged under nominal income targeting. The size of change in employment lies between these extreme cases under money targeting and under an optimal policy. The situation is reversed if one looks at the influence of real shocks on the consumer price level. By definition the CPI level is unchanged under inflation targeting and is affected most under nominal income targeting. Once again the price reaction under money targeting and under an optimal policy is between these extreme cases. The monetary target rule seems to be the

least satisfying policy since it does not offset symmetric demand shocks which are completely eliminated under all other regimes.

Next we used the loss function of the ECB (in terms of inflation and employment deviation from equilibrium) to obtain a qualitative ranking of the different monetary strategies. One main result is that the ranking of the monetary policy rules depends mainly on the relative weight given to employment by the ECB.

A relative weight to employment larger than 0.25 is sufficient that nominal income targeting comes next to the optimal policy and is superior to inflation targeting and money stock targeting. This assumption about the relative weight seems rather plausible since from our interpretation of the Maastricht Treaty [Art. 105 (1)] it follows that price stability should be the primary but not the only objective of the ECB.

If, on the other hand the weight is zero, which means the ECB is not concerned about employment as an objective of monetary policy, then inflation targeting coincides with the optimal policy and nominal income targeting is inferior to inflation targeting but superior to money stock targeting.

In the special cases of a symmetric demand shock, a symmetric or unilateral money demand shock, inflation targeting and nominal income targeting are equivalent to the optimal policy and are clearly better than money targeting. 

References

- Ball, L.** (1997), Efficient Rules for Monetary Policies, Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper G 97/3.
- Barro, R., Gordon, D.** (1983), A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, *Journal of Political Economy* 91, 589-610.
- Bean, Ch. R.** (1983), Targeting Nominal Income: An Appraisal, *The Economic Journal* 93, 806-819.
- Bofinger, P., Reischle, J., Schächter, A.** (1996), *Geldpolitik*, Verlag Franz Vahlen, München.
- Canzoneri, M., Henderson, D.** (1991), *Monetary Policies in Interdependent Economies*, MIT Press Cambridge.
- Cukierman, A.** (1992), *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, MIT Press Cambridge.
- Cukierman, A.** (1995), Towards a Systematic Comparison between Inflation and Monetary Targets. In: Leiderman L., Svensson L. (eds.), *Inflation Targets*, CEPR, London.
- Cukierman, A.** (1996 a), The Economics of Central Banking, Working Paper 36-96, The Sackler Institute, Tel Aviv University.
- Cukierman, A.** (1996 b), Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe, Working Paper 37-96, The Foerder Institute, Tel Aviv University.
- Feldstein, M., Stock, J. H.** (1994), The Use of a Monetary Aggregate to Target Nominal GD. In: Mankiw, N. G. (ed.), *Monetary Policy*, NBER.
- Frankel, J. A., Funke, N.** (1993), A Two-Country Analysis of International Targeting of Nominal GNP, *Revista di Politica Economica* 83, 69-106.
- Goodhart, Ch., Vinals, J.** (1994), Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes. In: Fuhrer, J. C. (ed.), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston.
- Hagen, v. J.** (1995), Inflation and Monetary Targeting in Germany. In: Leiderman, L. Svensson, L. (eds.), *Inflation Targets*, CEPR, London.
- Hall, R., Mankiw, N. G.** (1994), Nominal Income Targeting. In: Mankiw, N. G. (ed.), *Monetary Policy*, NBER.
- Kydland, F. E., Prescott, E. C.** (1977), Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy* 85, 473-491.
- Leiderman, L., Svensson, L.** (1995), *Inflation Targets*, CEPR, London.

- McCallum, B. T.** (1995), Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence, *American Economic Review* 85, 207-211.
- McCallum, B. T.** (1997), The Alleged Instability of Nominal Income Targeting, Reserve Bank of New Zealand Paper G 97/6.
- Persson, T., Tabellini, G.** (1993), Designing Institutions for Monetary Stability, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 53-84.
- Svensson, L.** (1996 a), Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, CEPR Discussion Paper 1511.
- Svensson, L.** (1996 b), Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A free Lunch?, CEPR Discussion Paper 1510.
- Svensson, L.** (1996 c), Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks and Linear Inflation Contracts, NBER Working Paper 5251.
- Svensson, L.** (1997), Inflation Targeting: Some Extensions, NBER Working Paper 5962.10.

JEAN-CLAUDE CHOURAQUI
OECD PARIS



Comment on:

Which target for the ECB? –

A comparative analysis

Let me first confess that I am probably not the best qualified person to comment on the modelling aspects of the paper by Professor Helmut Frisch and Sylvia Staudinger. So, please forgive me for not discussing these aspects in detail.

This said, I must stress that I found the paper intellectually very stimulating. And very topical, too, since among the priorities that the newly-created European Central Bank (ECB) will have to address, there is the question on how to translate its mandate of price stability conferred by the Maastricht Treaty into a concrete policy strategy? The answer to this question, obviously technical, will have important implications for the credibility, transparency and accountability of the ECB.

At issue is the sort of nominal target the ECB should aim at as a guidepost for the conduct of its policy. In the light of the analysis offered by Frisch and Staudinger, there is basically a choice of two: either a money supply target, as used by the Bundesbank and a few other continental central banks, or an inflation objective as practised by the Bank of England and most of the rest. Nominal income targeting – another option considered by the authors – can be regarded either as a velocity-adjusted monetary target (if money velocity is predictable) or a rule based on outcome somewhat similar to an inflation objective.

The Frisch/Staudinger paper takes the view that if the choice among these different variables was made so as to minimise the inflation and employment deviations from equilibrium levels, in response to various real and nominal shocks, nominal income or inflation targeting would prove to be, in all cases, superior to the adoption of monetary targets. The analytical approach used

to generate such results is straightforward. It consists of

- a) writing down and solving a complex optimisation model;
- b) estimating the minimised value of the central bank's "loss function"; and
- c) selecting the parameter (here the weight on employment) to determine the optimal targeting framework.

In practice, however, it is arguable whether any central bank comes to select its target that way. Not so much because of the technicality of the approach used after all monetary authorities may learn from stylised exercises of that sort, which can be more helpful than making decisions on "just looking outside the window²⁾." My problem with the approach is elsewhere: It has to do with the (arbitrary) assumption it implies about the extent to which the bank should pursue price stability to the exclusion of all other objectives.

In effect, with respect to the ECB, Frisch and Staudinger consider that some trade-off between price stability and employment is compatible with the Maastricht Treaty on the grounds that the Treaty

- a) does not say that price stability is the "only objective of the ECB"; and
- b) does say, on the other hand, that the ECB shall support economic policies in the Community.

Against this interpretation, one can argue that, as spelled out in the Treaty, the mandate of the ECB is, in fact, more narrowly defined than that of the US Federal Reserve which, in addition to price stability, is also bound to promote employment. Moreover, being an international agreement which only the community of EU member countries can change, the Treaty ensures the ECB, in the accomplishment of

its mandate, significant protection against political interference, and probably more than that any other central bank is currently enjoying.

Again, these observations are not meant to infer that exercises of the kind conducted by Frisch and Staudinger are not worthwhile; indeed, conceptually, they are. What is meant here is simply that practical considerations, will, in the end, likely decide the issue of which target to select.

From this viewpoint, the real challenge facing the ECB is this: Would it be better to choose a rule based on instruments (such as the money supply) the bank can, in principle, control or a rule based on outcomes (i. e. inflation or nominal income) it cannot directly influence?

To paraphrase Alan Blinder³), if you want the ECB to target the growth rate of M , you will first have to address two questions: Which definition of M and how fast should it grow? The problem is that, on the basis of the existing research, there are no convincing answers to these questions.

Notwithstanding the difficulties experienced in a number of countries with monetary targeting, a retention of this approach, at the European level, may still appear appropriate if it is possible to identify a stable relationship, in the sense of being predictable, with nominal income over the medium term. Proponents of monetary targeting argue that the global money demand for broad aggregates across the European Union does produce such a stable pattern. Is this sufficient to claim that targeting the money supply may be a safe option for the ECB? Not really, since – as advocated by many analysts⁴) – adding money data for a group of countries tends to reduce the relative variability of the pooled money demand equa-

tions. Moreover, because the introduction of the euro will create increased opportunity for innovation in the financial sector, the observed instability in the behaviour of money aggregates in several countries in recent years is unlikely to be reversed. Consequently, the European aggregate money demand may turn out to be much less stable than initially thought.

This problem could, of course, be solved by periodically altering the definition of aggregates to include



more types of financial assets in the relevant money concept and to adjust the statistical treatment of existing assets where their characteristics have changed. But operating this way would not preclude some changes in the parameters of demand functions for the redefined money aggregates. Furthermore, the frequency of changes in definition may prove to be too high to make the effort really useful.

On balance, therefore, selecting meaningful money aggregates as an anchor for policy, in a context of a changing monetary regime, will not be an easy task for the ECB. This suggests that, as long as it will remain difficult to tell what a change in M means for the near-term performance of the economy, placing too much reliance on such aggregates in the formulation of monetary policy will be risky.⁵)

Should then the ECB opt for an outcome-based rule like inflation? For this kind of framework to be

feasible, two key preconditions are generally regarded as essential: The central bank must be able to carry out a substantially independent monetary policy; and it must be free of any commitment to target other nominal variables, such as the exchange rate.⁶⁾

As noted, the Maastricht Treaty appears to give the ECB the necessary leeway to fulfil these conditions. What would be essentially required is a methodology for producing inflation forecasts and a forward-looking operating procedure allowing adjustments in monetary conditions to keep domestic price projections in line with the inflation target. The already modest inflation rate prevailing in EMU should facilitate the adoption of such targeting framework.

The advantages of inflation targeting for the ECB would be mainly twofold:

- a) given its visibility, it would be well suited for allowing the bank to build up credibility;
- b) since the question of the stability of the relationship between intermediate objectives and inflation would become irrelevant, it would offer more scope to face the financial transformation accompanying the changeover of national currencies to the euro.

The same could be said, in principle, of the nominal income approach whose main attraction is to make more transparent to the public that, while the authorities assume responsibility for the medium-term growth of nominal magnitudes, the split between prices and output depends on the behaviour of the private sector. This alternative framework would allow the authorities to bring more information to bear on the conduct of monetary policy, giving them, in particular, the possibility of responding to disturb-

ances influencing money velocity in unforeseen ways.

There are, however, problems with rules of that sort, not least the fact that, as already stressed, neither inflation nor nominal income are directly controllable by the central bank. As a consequence, it may require a great deal of discretion (and, in turn, of judgement), on the part of the central bank, to achieve objectives for these variables.

Those who doubt that monetary authorities have enough information or knowledge about the functioning of the economies would see this way of proceeding as a major drawback of the approach. They would argue, in particular, in line with the "time inconsistency" argument,⁷⁾ that a central bank left with discretion tends to err systematically in the direction of excessive inflation.

Interestingly enough, the evidence in the Frisch/Staudinger paper does not lend support to this view since, in most scenarios considered by the authors, discretionary policy appears to be superior or equivalent to any other alternative monetary strategy. Although surprising at first glance, such evidence seems consistent with recent history of significant disinflation in Europe, which saw monetary authorities of many countries maintaining a cautious or even restrictive policy stance despite weak economic conditions and persistently high unemployment. Whatever the opinion one can bear on this episode, of discretionary tight money rather than strict adherence to rules, it clearly does not corroborate the "time-inconsistency" vision of central banks displaying a systematic inflationary bias because of their inclination or temptation to seek for short-term employment gains.

All this essentially boils down to saying that flexible inflation targeting, supported by „enlightened“

discretion, would seem to be a viable option for the ECB monetary strategy. This means

- a) that inflation should be preferably targeted at a low level but over a longer time horizon than the yearly period generally chosen for money growth objectives and
- b) that deviations from the target should be corrected only gradually so as to avoid undesirable consequences for the economy.

In so doing, the bank would be in a position to give appropriate

weight to alternative nominal variables (notably the money supply) in pursuing the target in a changing environment.

On the other hand, although similar arguments could be applied to nominal income targeting, implementing a policy formulated in these terms would probably rely so much on judgement – because, *inter alia*, of a volatile statistical base and unexpected changes in aggregate supply – that it is doubtful whether such an approach would be satisfactory from an operational view-point.⁸⁾



1 The views expressed here are those of the author and do not necessarily reflect the opinions of the OECD Secretariat or Member countries.

2 Expression used by Blinder, A. in: *Central Banking in Theory and Practice*. MIT Press, 1998.

3 Ditto.

4 See in this respect "Economic Policy in EMU". European Commission Economic Papers no. 125, November 1997.

5 For further discussion, see Chouraqui, J.-C., "La formulation de la politique monétaire dans le cadre de l'intégration financière en Europe", in: *Fiscal Policy, Taxation and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*. Kluwer Academic Publishers. The Netherlands, 1992.

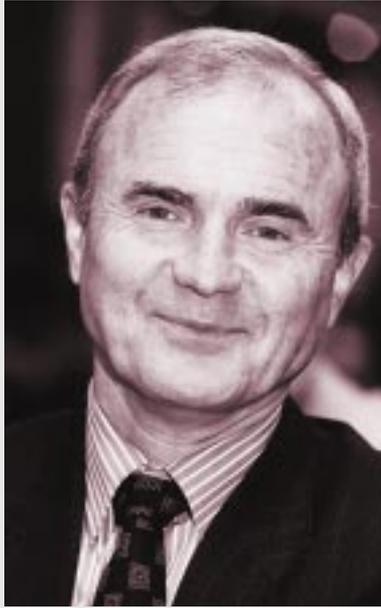
6 Masson, P. et al. "The Scope for Inflation Targeting". IMF Working Paper, 1997.

7 As initiated by Kydland, F. and Prescott, E., in: "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy*, June 1977.

8 For more details on the pros and cons of this approach see Atkinson, P. and Chouraqui, J.-C., "The Formulation of Monetary Policy: A Re-assessment in the Light of Recent Experience". OECD Economic Department, Working Paper No. 32, March 1985.



OTMAR ISSING
MITGLIED DES DIREKTORIUMS
DER DEUTSCHEN BUNDESBANK



Welche geldpolitische Strategie
für die EZB?

I Die Bedeutung der Strategie für einen erfolgreichen Start der europäischen Geldpolitik

Mit den Entscheidungen vom letzten Wochenende sind die Würfel für eine Währungsunion aus elf Teilnehmerländern gefallen. Nun gilt es, den Blick in die Zukunft zu richten: Nachdem der Teilnehmerkreis feststeht und die voraussichtlichen Mitglieder des EZB-Direktoriums benannt sind, kann die EZB zum 1. Juli ihre Arbeit aufnehmen und die anstehenden Entscheidungen fällen. Zwar haben das Europäische Währungsinstitut und der EWI-Rat bereits in den allermeisten Bereichen einen weitreichenden Konsens erzielt. Es bleibt jedoch dem EZB-Rat vorbehalten, die endgültige Wahl zwischen den vorbereiteten Optionen zu treffen. Im engeren Bereich der Geldpolitik muß noch entschieden werden, welche Instrumente und Verfahren letztendlich zum Zuge kommen und welcher geldpolitischen Strategie die Europäische Zentralbank folgen wird.

Als neue Institution muß die Europäische Zentralbank sich darauf einrichten, von Anfang an unter strenger Beobachtung durch die Öffentlichkeit zu stehen. Insbesondere die internationalen Finanzmärkte werden jede ihrer Entscheidungen mit Argusaugen verfolgen. Es gilt deshalb, schon im Vorfeld alles zu tun, damit die Währungsunion möglichst spannungsfrei beginnen kann. In diesem Zusammenhang fällt der Wahl der geldpolitischen Strategie eine entscheidende Rolle zu.

Die Strategie ist zum einen wichtig für die interne Entscheidungsfindung über den angemessenen geldpolitischen Kurs. Zum anderen ist sie im Außenverhältnis für die Stabilisierung der Inflationserwartungen von zentraler Bedeutung. Je mehr die Strategie dazu

beiträgt, möglichst rasch Glaubwürdigkeit und Vertrauen in die Geldpolitik entstehen zu lassen, um so leichter wird die Aufgabe der EZB, um so weniger können sich Inflationserwartungen aufbauen und festsetzen. Als wesentliche Anforderungen an die dafür geeignete Strategie sind hervorzuheben: Sie muß

- die Verantwortung der EZB für die vom Vertrag hervorgehobene Priorität der Aufgabe widerspiegeln,
- die stabilitätspolitischen Absichten der EZB signalisieren und als konsistenter Wegweiser für den geldpolitischen Kurs dienen sowie
- transparent sein und damit als Grundlage für die Rechenschaftspflicht der Notenbank fungieren.

Die Erkenntnis, daß optimale, inflationsfreie Lösungen am Mißtrauen des privaten Sektors scheitern können, und die Suche nach Auswegen aus diesem Dilemma sind zentral für die geldpolitische Diskussion der achtziger und neunziger Jahre. Die Stichworte Zeitinkonsistenz und Glaubwürdigkeit verweisen auf eine kaum mehr überschaubare Flut von Veröffentlichungen, die im Anschluß an die bahnbrechenden Arbeiten von Kydland/Prescott sowie Barro/Gordon erschienen sind. Dagegen ist die Frage, ob die Notenbank das Endziel direkt – also ohne Verwendung eines Zwischenziels – oder indirekt – das heißt unter Verwendung eines geeigneten Zwischenziels – ansteuern soll, in den letzten Jahren etwas in den Hintergrund getreten.

Die Suche nach einer adäquaten Lösung des geldpolitischen Steuerungsproblems steht allerdings gerade für eine neue Institution wie die Europäische Zentralbank im Vordergrund. Ich möchte es deshalb nicht versäumen, an dieser Stelle kurz

auf die Zwischenziel-Endziel-Debatte einzugehen und diese um einige eigene Überlegungen zu ergänzen.

2 One stage versus two stage approach

Während einfache theoretische Modelle häufig den Eindruck vermitteln, die Zentralbank könne die Inflationsrate mit Hilfe ihrer Instrumentvariablen direkt steuern, besteht das Grundproblem der praktischen Geldpolitik in den langen und variablen Wirkungsverzögerungen, die bei der Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Endnachfrage, auf Preise und Output auftreten. Angesichts der Länge und der Komplexität des Transmissionsprozesses sind alle Zentralbanken auf Indikator- oder Informationsvariablen angewiesen, die den Preistrend sowie die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen möglichst frühzeitig und zuverlässig anzeigen. Läßt sich eine Variable finden, die einerseits von der Notenbank hinreichend genau gesteuert werden kann und gleichzeitig einen stabilen Zusammenhang zur Endzielvariablen aufweist, so kann diese Variable als Zwischenziel verwendet werden.

Die Orientierung an einem Zwischenziel bietet nicht nur der Notenbank die Möglichkeit, frühzeitig auf Fehlentwicklungen zu reagieren, sie erleichtert es auch allen am Wirtschaftsprozess Beteiligten die Geldpolitik zu beurteilen. Mit einem Zwischenziel stellt die Währungsbehörde den Marktteilnehmern eine Größe zur Verfügung, an deren Einhaltung sie sich laufend messen läßt. Damit verbindet sich der permanente Zwang, die eigene Politik zu rechtfertigen, und damit die Chance, Reputation aufzubauen und das Inkonsistenzproblem zu entschärfen.

Allerdings sind die Vorteile einer zweistufigen Strategie in der akade-

mischen Diskussion nicht unbestritten geblieben. So hat sich Benjamin Friedman in einem vielbeachteten Aufsatz schon Mitte der siebziger Jahre dafür ausgesprochen, die Geldpolitik direkt auf das Endziel auszurichten.¹⁾ Im Rahmen seines kontrolltheoretischen Ansatzes besteht die optimale Strategie nicht darin, einen einzelnen Indikator als Zwischenziel zu verwenden, sondern alle Zustandsvariablen in die Entscheidungskalkül einzubeziehen, die Informationen über künftige Realisationen der Endzielvariablen enthalten könnten.

Nun wird keine Notenbank – unabhängig von der geldpolitischen Strategie – versäumen, alle relevanten Informationen zu sammeln. Die Schwierigkeit liegt darin, die Fülle von Informationen richtig auszuwerten und zielgerecht in geldpolitische Entscheidungen umzusetzen. Die mit den einzelnen Daten verbundenen Informationen sind im geldpolitischen Transmissionsprozeß zeitlich unterschiedlich einzuordnen, oft geben sie auch widersprüchliche Signale für den geldpolitischen Kurs. „Looking at everything“ mag dann schnell in die Irre führen. Die Notenbank kann dabei auch leicht in den Verdacht geraten, ihre geldpolitischen Entscheidungen nach Belieben zu begründen. Vollständige Präsentation der Datengrundlage und vertrauensstabilisierende Transparenz der Geldpolitik können leicht in Konflikt geraten.

Anhänger einer einstufigen Strategie halten dem entgegen, daß die Glaubwürdigkeit der Zentralbank nicht auf dem Einhalten des Zwischenziels beruhe, sondern letztendlich einzig und allein auf der Realisation von Preisstabilität. Mithin sei allein das Endziel von Belang, nicht aber der Weg dorthin. Mit anderen Worten: Eine einstufige Strategie, der es gelingt, Preisstabilität zu er-

reichen, stabilisiere die Erwartungen.

Bei dieser Argumentation bleibt allerdings unberücksichtigt, daß die Zentralbank die aktuelle Preisentwicklung nur sehr begrenzt kontrollieren kann. Zwar ist weitgehend unbestritten, daß Inflation langfristig ein monetäres Phänomen ist. Die laufende Inflationsrate wird jedoch häufig von Einflußfaktoren determiniert, die außerhalb des Verantwortungsbereichs der Zentralbank liegen. So vermag die Notenbank



kurzfristig weder den Einfluß der Preise wichtiger Importgüter noch den der Lohnstückkosten auf die Preisniveaumentwicklung zu kompensieren – ganz davon abgesehen, daß dies wegen der hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten auch gar nicht wünschenswert wäre. Gleiches gilt für die Änderung indirekter Steuern oder für Anpassungen bei staatlich administrierten Verbraucherpreisen. Die Präsentation eines Bündels entsprechend korrigierter Inflationsraten liegt nahe, kann das Grundproblem jedoch nicht lösen.

Die Einhaltung enger Zielvorgaben für die Preisniveaumentwicklung ist somit selbst dann unwahrscheinlich, wenn die Inflationseinschätzung der Zentralbank den Erwartungswert der künftigen Inflationsrate unverzerrt wiedergibt. Für das Publikum ist es jedoch schwierig, geldpolitische Einflüsse auf das Preisniveau von anderen Einflußfaktoren zu unterscheiden. Zentralbanken, die eine einstufige Strategie

verfolgen, stehen folglich vor dem Problem, die Öffentlichkeit davon zu überzeugen, daß es sich bei Zielverfehlungen um Abweichungen vom mittelfristigen Inflationstrend handelt, die außerhalb ihres Verantwortungsbereichs liegen, und nicht etwa um den Versuch, eine Überraschungsinflation hinter Kontrollproblemen zu verschleiern.

Für eine rasche Etablierung von Glaubwürdigkeit eignet sich eine direkte Inflationssteuerung somit nur sehr bedingt. Ein Zwischenziel, das im Transmissionsprozeß zwischen dem geldpolitischen Instrumentarium und der Inflationsrate liegt, stellt prinzipiell ein geeigneteres Referenzmaß zur Überprüfung der Zentralbankpolitik dar. Die Fixierung eines Zwischenziels aus dem monetären Bereich erhöht nicht nur die Transparenz der geldpolitischen Entscheidungen. Sie trägt auch zu einer klaren Abgrenzung der Verantwortlichkeiten bei: Mit der Bekanntgabe des Zwischenziels übernimmt die Zentralbank nur die Verantwortung für den längerfristigen Inflationstrend, nicht jedoch für Preisniveauverschiebungen, die etwa auf Fehlentwicklungen der Fiskalpolitik oder der Lohnpolitik zurückzuführen sind. Dagegen birgt eine allein auf das Endziel ausgerichtete Strategie die Gefahr, daß die Zentralbank für Entwicklungen verantwortlich gemacht wird, die außerhalb ihres Einflußbereichs liegen.

3 Welche Strategie für die EZB?

Die Entscheidung über die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank bleibt dem Europäischen Zentralbankrat vorbehalten, der sie auf der Basis theoretischer Überlegungen und anhand der bisher in Europa gemachten Erfahrungen treffen wird. Das Europäische Währungsinstitut hat sich im Rahmen sei-

ner Vorbereitungsarbeiten bemüht, diese Entscheidung so gut wie möglich vorzubereiten. Dabei erwies es sich als relativ einfach, die Anzahl der möglichen Optionen auf zwei grundsätzliche Ansätze zu reduzieren: Die Strategie der direkten Inflationssteuerung, die in Europa derzeit unter anderem von der Bank of England verfolgt wird, und die zweistufige Strategie der Geldmengensteuerung, die seit Mitte der siebziger Jahre das Kernstück der deutschen Geldpolitik bildet. Eine Wechselkursanbindung des Euro hat das EWU aus guten Gründen ausgeschlossen.

Zwar kann man in der Theorie eindeutig zwischen reinen Formen von Geldmengenzielen und direkten Inflationszielen unterscheiden. In der Praxis weisen die beiden Strategien jedoch eine Reihe von Gemeinsamkeiten auf. So sind beide Ansätze auf das Endziel Preisstabilität ausgerichtet, beide betonen auch, daß die Geldpolitik in vorausschauender Weise und mit einer mittelfristigen Perspektive betrieben werden muß.

Der Hauptunterschied zwischen den beiden Strategien besteht de facto in dem Gewicht, das monetären Aggregaten im geldpolitischen Entscheidungsprozeß beigemessen wird. Bei einer Geldmengenstrategie wird zunächst ein bestimmtes Geldmengenaggregat als Zwischenziel ausgewählt. Daran anschließend wird – z. B. auf der Basis einer Preisnorm und des Potentialwachstums – eine Zielvorgabe für dieses Aggregat abgeleitet, die dann auch veröffentlicht wird. Bei der direkten Inflationssteuerung wird auf diesen Schritt verzichtet; dagegen wird ein Zielpfad für die zukünftige Inflation festgelegt, wobei klar definiert werden muß, auf welchen Preisindex sich dieser Zielpfad bezieht.

Nach der Ankündigung des jeweiligen Ziels wird die Angemessen-

heit des geldpolitischen Kurses regelmäßig überprüft. In einem Regime des direkten Inflationsziels erfolgt diese Einschätzung auf der Basis aller verfügbaren Informationen, ohne daß die Gewichte der einzelnen Indikatoren für die Inflationsprognose a priori feststehen. Dagegen stellt die Geldmengenstrategie eine klare Rangordnung der Indikatoren her, an deren Spitze eindeutig die Geldmengenentwicklung steht. Diese Hierarchie gilt sowohl für die interne Entscheidungsfindung als auch für die Darstellung der Geldpolitik nach außen.

Für welche Strategie wird sich der EZB-Rat entscheiden? Aus der Sicht einiger europäischer Notenbanken, darunter der Banque de France und der Deutschen Bundesbank, sollte eine Geldmengenorientierung – über die Details wird noch zu diskutieren sein – den Kern des EZB-Konzepts bilden. Die Bundesbank hat seit über zwanzig Jahren mit der Geldmengenstrategie gute Erfahrungen gemacht. Gerade in der Anfangsphase der Währungsunion wird die EZB nicht ohne eine Selbstbindung an eine Politikregel auskommen, deren Einhaltung sich vom privaten Sektor laufend überprüfen läßt. Angesichts der langen und unsicheren Übertragungswege bis zum Endziel der Geldpolitik ist schwer vorstellbar, wie dies ohne Festsetzung eines Zwischenziels geschehen kann.

Der EZB, die als neue Institution ohne „Referenzen“ antreten muß, würden die Vorteile der Geldmengensteuerung voll zugute kommen: Mit der Ankündigung eines Geldmengenziels würde die EZB ihr Endziel konkretisieren und offenlegen, wie sie sich den Weg dorthin vorstellt. Sie würde sich selbst binden und einem entsprechenden Disziplinierungszwang unterliegen, weil sie Abweichungen vom Zielpfad

rechtfertigen müßte. Die Geldmengenstrategie würde außerdem zu einer klaren Abgrenzung der Verantwortungsbereiche beitragen, wobei die EZB für die monetären Rahmenbedingungen eintreten müßte, nicht aber für fiskal- und lohnpolitische Entscheidungen, die die Preisentwicklung kurzfristig beeinflussen. So könnten auch stabilitätswidrige Forderungen an die Geldpolitik leichter abgewiesen werden. Schließlich gilt es auch, die mit dem stabilitätspolitischen Erfolg der Vergangenheit verbundene Reputation der nationalen Notenbanken soweit wie möglich auf die EZB zu übertragen. Sollte dabei die Strategiewahl nicht auch eine Rolle spielen?²⁾

Als neue Institution steht die EZB zudem vor einem besonderen Problem. Die Inflationsrate des Währungsgebiets wird 1999 und weit in das Jahr 2000 hinein noch die Geldpolitik der vorher verantwortlichen nationalen Notenbanken widerspiegeln. Ein auf Euro lautendes Geldmengenaggregat führt der Öffentlichkeit den Regimewechsel klar vor Augen, während dies bei einem Inflationsziel sehr viel schwieriger sein dürfte.

3.1 Voraussetzungen für eine Geldmengensteuerung

Die Entscheidung für eine Geldmengenstrategie durch die EZB setzt voraus, daß sich ein Geldmengenaggregat finden läßt, das von der Notenbank steuerbar ist und das zudem auf mittlere Sicht eine hinreichend stabile Beziehung zum Preisniveau des gesamten Euroraums aufweist. Bisherige ökonomische Studien kommen überwiegend zu dem Schluß, daß die Beziehungen zwischen Geldmenge, Realeinkommen und Preisniveau im Eurogebiet in der Vergangenheit stabil waren, unter Umständen sogar stabiler als in den einzelnen Ländern. Insoweit

besteht eine gute Chance, daß die Geldmengenpolitik von der „technischen“ Seite her die notwendigen Voraussetzungen findet.

Inwieweit sich diese Ergebnisse der Vergangenheit auf die künftigen Verhältnisse in der Währungsunion übertragen lassen, ist aber heute nicht vorhersehbar. Einkommens- und Zinselastizitäten für die Nachfrage nach einem Geld zu schätzen, das es noch gar nicht gibt, ist nun einmal nicht möglich. Goodhart's Law gilt hier vielen als eine Warnung, daß der Versuch einer Geldmengensteuerung die zuvor stabilen Relationen destabilisieren könnte.³⁾

Was in den siebziger und achtziger Jahren für das Vereinigte Königreich gegolten haben mag, läßt sich jedoch nicht notwendigerweise auf den Euroraum übertragen. 23 Jahre Geldmengensteuerung in Deutschland, in denen die Bundesbank ihr Konzept nur wenig verändert hat, sprechen gegen die allgemeine Gültigkeit von Goodhart's Law. Ohne eine hinreichende Stabilität der Geldnachfrage wäre es der Bundesbank nicht möglich gewesen, an der von ihr gewählten Strategie festzuhalten. Ein Vergleich der Entwicklungen in Deutschland mit denen in anderen Ländern deutet vielmehr darauf hin, daß die Kontinuität der geldpolitischen Strategie der Bundesbank und ihr nachweislicher Erfolg erheblich dazu beigetragen haben, die Erwartungen der Marktteilnehmer und damit auch die statistischen Relationen zwischen makroökonomischen Variablen zu stabilisieren.

Goodhart's Law ist im Grunde genommen eine Variante der berühmten Lucas-Kritik an der Evaluierung von Politikregeln auf der Basis ökonomischer Modelle. Der Grundgedanke der Lucas-Kritik besteht darin, daß sich vormals stabile Beziehungen ändern können, wenn

die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger ihre Strategie wechseln. Sie besagt also gerade nicht, daß ökonometrische Beziehungen instabil werden, wenn die Entscheidungsträger an einer konsistenten Strategie festhalten. Ich möchte deshalb Goodhart's Law die folgende Hypothese entgegensetzen: Gerade bei rationalen Erwartungen kann eine Politik der Geldmengensteuerung, die auf Verstetigung und mittelfristige Zielsetzungen ausgerichtet ist, die Stabilität der monetären Beziehungen und damit das Fundament eben dieser Politik verstärken. Eine stetigere Geldnachfrage, die Prognosen vereinfacht, erleichtert ihrerseits die Bestimmung eines angemessenen Geldangebots; ein „circulus viciosus“ könnte so durch einen „circulus virtuosus“ ersetzt werden.⁴⁾

Für diese These spricht zum einen, daß die Geldangebotspolitik einen direkten Einfluß auf die Determinanten der Geldnachfragefunktion ausüben kann. Nehmen wir einmal an, es kommt zu einem unerwarteten Anstieg des Preisniveaus. Je nachdem, wie die Marktteilnehmer diese Entwicklung bewerten, werden sie darauf mit mehr oder weniger umfangreichen Portfolioumschichtungen reagieren. Rechnen sie mit einer dauerhaft höheren Inflation, so wird diese Erwartung eine Bewegung in Anlagen induzieren, die Schutz vor der Inflationssteuer bieten, und die damit einhergehende höhere Volatilität der Inflationsraten wird weitere Anreize zur Finanzinnovation schaffen. Nehmen wir nun im Gegenteil an, daß es den geldpolitischen Entscheidungsträgern gelingt, die Unsicherheit über die Inflation und ihr künftiges Niveau durch eine glaubwürdige und konsistente Geldangebotspolitik zu reduzieren. In diesem Fall werden unerwartete Änderungen der Inflation seltener sein, die damit einhergehenden Port-

folioumschichtungen werden durch die Erwartung, daß es sich um einen temporären Schock handelt, gedämpft werden, und es bestehen weniger Anreize zum Ausweichen in neue Finanzprodukte.

Zum anderen ist im Hinblick auf die empirischen Arbeiten festzustellen, daß neben den Portfolioentscheidungen der Nichtbanken auf der Nachfrageseite auch die Geldangebotsbedingungen von Bedeutung dafür sind, ob sich die Beziehung zwischen der Geldmenge



und wichtigen makroökonomischen Größen, die wir als statistische „Geldnachfragebeziehungen“ messen, verschoben haben. Unterstellt man, daß das Geldangebot auch endogene Elemente enthält, so kann nicht davon ausgegangen werden, daß die geschätzten Einkommens- und Zinselastizitäten der reduzierten Form nur das Verhalten der Geldnachfrageseite reflektieren. Daraus folgt, daß der Geldangebotsprozeß ebenfalls Einfluß auf die Beziehungen zwischen der Geldmenge und dem BIP-Trend und ihre Stabilität ausübt. Wenn also die Politikregel der Zentralbank im Beobachtungszeitraum unverändert bleibt, sollten die empirischen „Geldnachfrageparameter“ stabiler sein.

Darüber hinaus existieren gute Gründe dafür, daß ein europäisches Geldmengenaggregat in geringerem Maße als seine nationalen Pendanten für Störungen anfällig sein dürfte. Der Wegfall von Interventionsverpflichtungen in Europa, abnehmende

Währungssubstitution und eine hoffentlich zunehmende Flexibilisierung der Preisbildungsprozesse sind hier neben anderen zu nennen. Alles in allem scheint sich eine Politik der Geldmengensteuerung als erfolgversprechende Strategiewahl für die EZB geradezu aufzudrängen. Der Sachverständigenrat hat deshalb in seinem jüngsten Jahresgutachten vorgeschlagen „die Europäische Zentralbank sollte, bis zum Beweis des Gegenteils, von der Annahme ausgehen, daß hinreichend stabile monetäre Grundrelationen im Wirtschaftsgebiet der gemeinsamen Währung vorhanden und unerwartet aufkommende Instabilitäten beherrschbar sind.“ (SVR, Jahresgutachten 1997/98, S. 356.)

3.2 Geldpolitische Strategie und „accountability“ der Zentralbank

Wie bereits erwähnt, verbindet sich mit der Vorgabe konkreter Zielwerte, sei es für die Inflationsrate oder für eine Zwischenzielvariable, ein dauernder Rechtfertigungszwang für die Zentralbank, aber auch die Chance, Reputation aufzubauen und das Inkonsistenzproblem zu entschärfen. Die geldpolitische Strategie hat somit wichtige Implikationen für die Frage, wie unabhängige Zentralbanken ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit nachkommen.

Das Interesse an der Rechenschaftspflicht oder „accountability“ von Zentralbanken hat mit der größeren Unabhängigkeit der Notenbanken in vielen Ländern zugenommen. In einer Demokratie kann die Unabhängigkeit eines Exekutivorgans nicht losgelöst von dessen Auftrag gesehen werden. Unabhängigkeit der Notenbank beim Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums ist unvereinbar mit Wahlfreiheit beim Ziel. Die Unabhängig-

keit der Notenbank ist nicht Selbstzweck, sondern Mittel zur Erreichung des von der Legislative vorgegebenen Ziels. Die damit verbundene zweckorientierte Übertragung von Verantwortung impliziert, daß die Notenbank Rechenschaft über die von ihr getroffenen Entscheidungen abzulegen hat. Sie muß insbesondere den Grad der Erreichung ihres Endziels, ihre geldpolitische Konzeption sowie ihre laufenden geldpolitischen Maßnahmen offenlegen und rechtfertigen. Dies soll sicherstellen, daß sie die ihr vorgegebene Aufgabe bestmöglich erfüllt und nicht etwa eigene Ziele verfolgt.

Für die EZB als neue Institution ist eine geeignet ausgestaltete Verpflichtung zur Rechenschaft von besonderer Bedeutung, um rasch Glaubwürdigkeit aufzubauen. Sie muß Vertrauen in ihre Politik schaffen, bevor sie die Chance hat, einen langjährigen „track record“ über ihre Politikresultate vorzulegen. Es liegt damit in ihrem eigenen Interesse, die hinter ihrer Geldpolitik stehenden Intentionen von Anfang an klar und überzeugend zu vermitteln.

In der entsprechenden akademischen Diskussion wird nicht selten der Eindruck erweckt, als sei das „inflation targeting“ gerade unter dem Aspekt der „accountability“ der Geldmengensteuerung eindeutig überlegen.⁵⁾ Dabei wird der Unterschied zwischen beiden Strategien in der Regel an der Setzung eines Inflationsziels einerseits und eines Geldmengenziels andererseits festgemacht. Die Argumentation lautet häufig, der „Mann auf der Straße“ könne sich unter Inflation und damit einem Inflationsziel eher etwas vorstellen als unter Geldmengenaggregaten.⁶⁾

Ein solcher Vergleich führt jedoch in die Irre, da er zwei unterschiedliche Ebenen der Geldpolitik vermischt – die Endziel und die

Strategieebene. Sachgerecht ist es, hier gedanklich klar zu trennen. Dreh- und Angelpunkt der Rechenschaftspflicht einer Zentralbank muß letztlich der Erreichungsgrad des ihr vorgegebenen Endziels sein – im Falle der EZB also des Vorrangs für das Ziel Preisstabilität. Die Strenge der Rechenschaftspflicht ergibt sich dabei aus der Klarheit der Zielvorgabe und dem Grad der Verantwortung der Zentralbank für die tatsächliche Entwicklung der Zielvariablen. Ein solches Inflationsziel ist jedoch – anders als auf den ersten Blick zu vermuten – unabhängig von der geldpolitischen Strategie der Zentralbank. Zwar ist es expliziter Bestandteil des „inflation targeting“. Es läßt sich prinzipiell jedoch mit jeder anderen Strategie verbinden – in einer eher mittelfristig ausgerichteten Geldmengenstrategie ist es in aller Regel implizit enthalten.⁷⁾

Wegen des langen Zeitraums zwischen geldpolitischem Instrumenteneinsatz und Realisation der Inflationsrate kann die Rechenschaftspflicht der Zentralbank für die laufende Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflationsrate ansetzen. Vielmehr bedarf es – seitens der Zentralbank und seitens der Öffentlichkeit – der Beobachtung von Größen, die Informationen über die künftige Inflationsperspektive enthalten. Bei der Geldmengensteuerung dient das als Zwischenziel gewählte Geldmengenaggregat als Anknüpfungspunkt. Beim „inflation targeting“ übernimmt die Inflationsprognose diese Funktion.

Berücksichtigt man, daß die Inflationsprognose – und nicht die laufende Inflationsrate – den wesentlichen Ansatzpunkt der Rechenschaftspflicht beim „inflation targeting“ bildet, fällt das Urteil über die Eignung dieser Strategie für die Überprüfung der Geldpolitik seitens der Öffentlichkeit sehr viel differen-

zierter aus. Die von den jeweiligen Zentralbanken publizierten Inflationsprognosen sind ein Kondensat aus komplexen ökonometrischen Modellen, Einzelindikatoren und einer gehörigen Portion subjektiver Einschätzung. Sie sind daher – trotz sorgfältiger Inflationsberichte – für die breite Öffentlichkeit kaum nachvollziehbar.

Die Qualität der von der Notenbank präsentierten Inflationsprognose ist von außen schwer zu beurteilen. Schwierige Fragen drängen



sich in diesem Zusammenhang auf: Offenbart die Notenbank tatsächlich alle Probleme, die bei der Prognosearbeit auftreten? Gibt es größere Meinungsverschiedenheiten innerhalb der Notenbank und worin liegen diese begründet?⁸⁾

Als Lösung dieses Problems wird von Vertretern des „inflation targeting“ häufig angeführt, daß zwischen Zentralbank und Außenstehenden ein „Prognosewettbewerb“ bestehe, der die Zentralbank dazu zwingt, ihre bestmögliche Inflationsprognose zu erstellen und diese zusammen mit der Darstellung ihres Prognoseverfahrens zu veröffentlichen. Dies ermögliche es der Öffentlichkeit, ex ante – das heißt schon vor Realisation der jeweiligen Inflationsrate – das der Inflationsprognose zugrundeliegende Verfahren und die dabei unterstellten Annahmen zu überprüfen. Ferner werde es Inflationsprognosen von dritter Seite geben, die die Öffentlichkeit bei ihrer Beurteilung der Inflationspro-

gnose der Zentralbank berücksichtigen könne.

Allerdings ist eine solche Ex-ante-Beurteilung der Inflationsprognose der Zentralbank durch die breite Öffentlichkeit nur schwer vorstellbar, da sie aufgrund fehlenden Expertenwissens über mögliche Prognoseverfahren weder die Qualität der Zentralbankprognose noch die anderer Stellen beurteilen und vergleichen kann.

Neben einem solchen Ex-ante-Vergleich der Inflationsprognose der Zentralbank mit alternativen Prognosen bzw. Prognoseverfahren, ist ex post der Vergleich der realisierten Inflationsrate mit der zuvor entsprechend prognostizierten denkbar. Allerdings ist ein solcher Vergleich naturgemäß erst nach einiger Zeit möglich. Hinzu kommt, daß er mit einigen Schwierigkeiten verbunden ist. Es liegt nahe, daß die Notenbank ihre Inflationsprognose zunächst auf der Basis des geldpolitischen Status quo erstellen wird. Führt dies zu einer (positiven) Differenz zum vorgegebenen Inflationsziel, begründet diese Abweichung geldpolitischen Handlungsbedarf. Erhöht die Notenbank daraufhin ihre Zinsen, und ist die Maßnahme erfolgreich, wird die ursprüngliche Prognose hinfällig. Dieser Zusammenhang ist zwar offenkundig, im konkreten Fall aber sicher nicht immer leicht der Öffentlichkeit zu vermitteln, zumal andere Vorgänge – wie etwa bei den Lohnstückkosten – die Entwicklung gleichzeitig erheblich beeinflussen können.

Bei der Geldmenge handelt es sich im Gegensatz zur Inflationsprognose um eine eindeutig beobachtbare statistische Größe. Die Glaubwürdigkeit der Aussage, daß das Zwischenziel erreicht oder verfehlt wurde, ist somit bei einem Geldmengenziel eindeutig gegeben. Aus diesem Grund ist das Geld-

mengenkonzept transparent und zur Kommunikation mit der Öffentlichkeit geeignet. Entsprechend bildet es einen guten Ansatzpunkt für die Rechenschaftslegung der Zentralbank, auch und gerade dann, wenn die Notenbank ihr Geldmengenziel verfehlt.

Transparenz ist von der Geldpolitik verlangt, gleich welche Strategie von der Notenbank verfolgt wird. Wie diese Transparenz sinnvoll herzustellen sei, ist damit freilich nicht geklärt. Manche scheinen Transparenz in einem absoluten Sinne zu verstehen, etwa nach dem Motto: Alles und jedes ist an die Öffentlichkeit zu bringen. Ob die Öffentlichkeit vom Ausbreiten aller Daten, Meinungen etc. am Ende aber nicht mehr verwirrt als aufgeklärt wird? Die Notenbank könnte – nebenbei bemerkt – sogar ganz gezielt die Absicht verfolgen, die Öffentlichkeit permanent mit so vielen Informationen zu überfluten, daß mehr „Nebel“ als Klarheit verbreitet wird. Im übrigen bleibt auch zu fragen: Welches Maß an offenbarten Meinungsverschiedenheiten innerhalb der Notenbank ist die Öffentlichkeit bereit zu tolerieren? Könnte am Ende nicht das Vertrauen in die Geldpolitik darunter leiden?

Diese wenigen Anmerkungen sind nicht als Argument für eine Haltung zu verstehen, die – wie Karl Brunner einmal meinte – die Ignoranz der Notenbanker hinter der Aura geradezu mystischer Unfehlbarkeit verstecken möchte. Diese Zeiten sollten ein für allemal vorbei sein.

3.3 Plädoyer für eine Mischstrategie

Allerdings wirft die Festsetzung monetärer Zwischenziele grundsätzlich die Frage auf, wie sich die Zentralbank im Falle unerwarteter Schwankungen der Geldumlaufgeschwindigkeit verhalten soll. Wie

schon angedeutet, sind zu Beginn der Währungsunion Instabilitäten in der Geldnachfrage, möglicherweise sogar Turbulenzen, nicht auszuschließen. Niemand kann heute mit berechtigtem Anspruch auf einige Sicherheit vorhersagen, wie sich die monetären Verhältnisse zu Beginn der Währungsunion präsentieren werden.

Der Übergang könnte im günstigsten Falle so reibungslos gelingen, daß die Übertragung der Verantwortung von den nationalen Notenbanken auf die EZB nicht als geldpolitischer Regimewechsel empfunden wird. Es könnte jedoch auch anders kommen. So könnten im gesamten Umfeld Irritationen ausgelöst werden – etwa von der Fiskalpolitik, falls sie, kaum, daß die Maastricht-Kriterien erfüllt sind, wieder auf Expansion umschaltet. Exogene Schocks von seiten der internationalen Finanzmärkte sind nie auszuschließen und unter den gegenwärtig besonderen Umständen nicht gerade unwahrscheinlich.

Das gewählte Geldmengenaggregat könnte unter solchen Einflüssen unerwartete und zunächst nicht einfach zu interpretierende Entwicklungen annehmen. Die Geldmengenstrategie stünde damit von Anfang an unter besonderem Erklärungszwang. Diese Einwände muß man ernst nehmen. Sie beziehen sich freilich auf Vorgänge, die jede Strategie in Schwierigkeiten bringen müßten. Wie sollte unter diesen Umständen z. B. die EZB eine einigermaßen verlässliche und damit vertrauens-erweckende Inflationsprognose erstellen können? Wie läßt sich dann ein „looking at everything“ in geldpolitische Maßnahmen umsetzen, die nicht den Eindruck eines konzeptionslosen Ad-hoc-Verhaltens signalisieren?

Auf diese potentiellen Schwierigkeiten muß sich die EZB einstel-

len. Ich habe deshalb schon sehr früh für eine Mischstrategie plädiert.⁹⁾

Die Bundesbank hat ihre Geldmengenpolitik stets sehr flexibel gehandhabt und in einer Reihe von Jahren Abweichungen vom Geldmengenziel zugelassen, wenn ihr dies im Hinblick auf das Endziel angemessen bzw. vertretbar erschien. Sie hat diese Abweichungen von Fall zu Fall mit dem Hinweis auf Sonderfaktoren in der Geldmengenentwicklung und auf ihre Einschätzung der Preisperspektiven begründet.



Für eine Zentralbank mit geringerer Reputation könnte eine ähnlich flexible Berücksichtigung der Inflationsaussichten jedoch insofern problematisch sein, als sie den Verbindlichkeitsgrad der Geldmengenziele lockert und die Transparenz der Politikregel verringert. Es erscheint deshalb naheliegend, für die EZB nach einer stärker formalisierten Ergänzung der Geldmengensteuerung um eine Inflationsprognose zu suchen. Die EZB könnte dann auf dieses Element ihrer Entscheidungsregel verweisen, wenn sie es für notwendig hält, vom Zwischenziel abzuweichen.

Die Orientierung an zwei Entscheidungskriterien – Geldmengenziel und Preisprognose – birgt allerdings das Risiko widersprüchlicher Signale und erfordert deshalb eine klare Aussage darüber, welches Kriterium in Konfliktfällen den Vorrang haben sollte. Die Realisierung der politisch-ökonomischen Vorteile der Geldmengensteuerung setzt ihrer-

seits voraus, daß das Geldmengenziel eindeutig im Vordergrund steht. Diese Anforderungen könnten durch eine Strategie erfüllt werden, die dem Geldmengenziel im Normalfall klare Priorität einräumt, die jedoch gleichzeitig vorsieht, daß die Geldmengenorientierung in Situationen, in denen deutliche Hinweise auf Verzerrungen der Geldmengenentwicklung vorliegen, zugunsten der Inflationsprognose zurückgestellt wird.

Eine solche „Geldmengensteuerung mit expliziter Einbeziehung der Inflationsaussichten“ stellt allerdings hohe Anforderungen an die analytische und statistische Infrastruktur des Europäischen Zentralbankensystems. Es sollte sich im übrigen von selbst verstehen, daß man die EZB mit den dafür notwendigen Ressourcen ausstatten muß.

Gerade in der schwierigen Anfangsphase der Währungsunion halte ich es für geboten, die geldpolitische Strategie auf eine möglichst breite analytische Basis zu stellen. Auf diese Weise könnte es gelingen, Störungen der Indikatorqualität der Geldmenge flexibel aufzufangen, ohne dafür mit einem Verlust an Glaubwürdigkeit zu bezahlen.

In diesem Zusammenhang sind die – bisher nur kurz angesprochenen – Gemeinsamkeiten der Geldmengen- und der direkten Inflationssteuerung von besonderer Bedeutung. Beide Strategien sind Ausdruck und Fundament einer mittelfristig orientierten und mit Vorrang auf die Geldwertstabilität ausgerichteten Politik. Sie verkörpern ein stabilitätsorientiertes Precommitment der Notenbank gegenüber der Öffentlichkeit und eine Absage an ein rein diskretionäres, aktionistisches Handeln. Die Vorauswahl des EWU stellt daher einen wichtigen Beitrag zum Thema Glaubwürdigkeit der EZB schon vor dem Start dar. Aus meiner

Sicht sprechen gute Gründe dafür, daß die EZB mit einer Mischstrategie beginnt, das heißt ein Geldmengenziel um eine Inflationsprognose ergänzt. Jedoch kann erst die Erfahrung zeigen, ob diese Kombination zukunftsfähig ist. Die Voraussetzungen für einen Start mit dieser Mischstrategie scheinen jedoch gegeben.

4 Fazit

Die Diskussion über die geeignete geldpolitische Strategie für Europa muß vor dem Hintergrund geführt werden, daß die Europäische Zentralbank in der Startphase der Währungsunion in einem besonders schwierigen Umfeld agieren wird. Als neu errichtete Institution ist die EZB auf die Bereitschaft der Marktteilnehmer angewiesen, ihr in der Anfangsphase der Währungsunion einen Vertrauensvorschuß einzuräumen. Inwieweit sich die akkumulierte Glaubwürdigkeit der nationalen Zentralbanken, die das ESZB bilden werden, auf die neue Entscheidungszentrale übertragen läßt, ist eine offene Frage. Der Sachverständigenrat hat sich zu dieser Frage in seinem letzten Jahresgutachten eher skeptisch geäußert: „Schön wäre es, wenn die Bundesbank die über viele Jahre aufgebaute Reputation direkt auf die EZB und die Qualität der D-Mark auf das neue gemeinsame Geld übertragen könnte: . . . Aber so einfach ist das nicht. Reputation wurzelt in schlüssigem und zielführendem Handeln, ist institutionengebunden und läßt sich nicht einfach vererben.“ (SVR, 1997, S. 353)

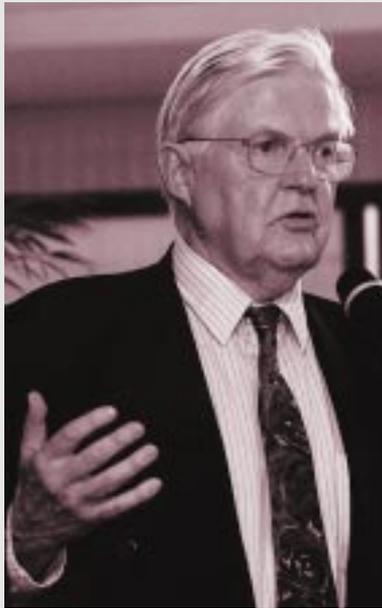
Der tatsächliche Erfolg der EZB im Hinblick auf das Endziel Preisstabilität wird sich frühestens nach ein bis zwei Jahren, eigentlich jedoch erst über mehrere Konjunkturzyklen hinweg, überprüfen lassen. In dieser Situation könnte die Vorgabe eines Zwischenziels entscheidend dazu

beitragen, die Inflationserwartungen des privaten Sektors auf dem angestrebten niedrigen Niveau zu verankern. Andererseits wird gerade in der Anfangsphase der Währungsunion die Unsicherheit über die Wirkungsbeziehungen zwischen den geldpolitischen Instrumenten, dem gewählten (gleich welchem) Zwischen-

ziel und dem Endziel Preisstabilität besonders hoch sein. Aus meiner Sicht empfiehlt es sich deshalb, die Geldmengensteuerung um eine umfassende Analyse der Inflationssichten – einschließlich einer modellgestützten Inflationsprognose – zu ergänzen. 

- 1 Siehe Friedman, B., *Targets, M., Instruments and Indicators of Monetary Policy*, *Journal of Monetary Economics*, 1, 1975. S. 443–473.
- 2 So hat der IMF im *World Economic Outlook* vom Oktober 1997 auf S. 54 festgestellt: „A monetary target would also provide the ECB with the advantage of continuity with the framework used by the dominant central bank of the ERM, the Bundesbank, and it might thereby facilitate the transfer of credibility.“
- 3 Im Original besagt Goodhart's Law: „... any observed statistical regularity will tend to collapse once pressure is placed upon it for control purposes.“ Siehe Goodhart, C., *Problems of monetary management: The UK experience*, paper presented at the Reserve Bank of Australia, Conference in Monetary Economics, July, 1975.
- 4 Siehe dazu auch: Issing, O., *Monetary targeting in Germany: The stability of monetary policy and of the monetary system*, *Journal of Monetary Economics*, 1, 1997. S. 67–79.
- 5 Siehe Tabellini, G., *Inflation targeting and the accountability of the European Central Bank – Statement prepared for the public hearing on „Democratic accountability in the third phase of EMU“, organised by the European Parliament, Subcommittee on Monetary Affairs, January 6, 1998*; Dornbusch, R., Favero, C.A., Giavazzi, F., *A Red Letter Day? Präsentiert auf der Veranstaltung der BIZ und des CEPR, „Asset Prices and Monetary Policy“ am 26./27. Jänner 1998 in Basel.*
- 6 Siehe Dornbusch, R., Favero, C.A., Giavazzi, F. (1998) und Tabellini, G. (1998) a. a. O.
- 7 Siehe King, M., *The inflation target five years on*, *Bank of England Quarterly Bulletin*, November 1997, S. 435.
- 8 In den *Minutes des Monetary Policy Committee Meeting der Bank of England vom 4. und 5. März 1998* heißt es (S. 10): „But there might be circumstances where differences among the committee members about the nature and magnitude of the risks were more significant. In such circumstances, it would be necessary to publish fan charts corresponding to more than one forecast.“
- 9 Siehe Issing, O., *Monetary Policy Strategies – Theoretical Basis, Empirical Findings, Practical Implementation*, in: *Deutsche Bundesbank, Monetary Policy Strategies in Europe*, 1996, S. 200.

ROBERT MUNDELL
PROFESSOR
THE JOHNS HOPKINS UNIVERSITY,
BOLOGNA CENTER



International consequences of the euro

On the eve of the introduction of the euro as the new European currency, I will address its qualifications to be an international currency, the liquidity effects associated with its introduction, and its likely effect on the role of the dollar and the international monetary system.

I An epoch-making event

The introduction of the euro promises to be one of the great events in modern history. It will certainly be the most important change in the international monetary system since President Richard M. Nixon took the dollar off gold in August 1971 and the system gravitated to flexible exchange rates. But its significance lies still deeper. The collapse of the Bretton Woods arrangements altered the modus operandi of the international monetary system but it did not change its power configuration. Both before and after the breakdown, the dollar was the dominant currency in the system. The introduction of the euro, on the other hand, will challenge the status of the dollar in the international monetary system and change the power configuration. For this reason the introduction of the euro may be the most important development since the dollar replaced the pound sterling as the dominant international currency in World War I.

A decade from now the international monetary system will look very different. Exactly how different will depend on the importance of the pecking order of currencies and how well the euro stacks up against the dollar. This article will try to make an assessment.

What makes a currency important internationally? Obviously, confidence in its stability is the key characteristic. But stability is a vector that depends on at least four factors: size of transactions domain;

stability of monetary policy; strength of the issuing state; and fall-back value (including freedom from controls). I shall comment on each of these elements before making a general assessment of the prospects of the euro.

2 Size of transactions domain

Size in the sense of depth and breadth of the market is a measure of the degree to which a currency can exploit the economies of scale and scope inherent in money as a public good. Size feeds on itself. The larger is the transactions domain, the more liquid the currency. The simplest surrogate for transactions domain is GDP; an alternative measure is the size of the capital market. The size of a single-currency area determines its liquidity. Obviously a currency that is money for 100 million people is much more liquid than a currency that is money for 1 million. Size is also important for a different reason. The larger the single-currency area, the better it can act as a cushion against shocks. If you consider a shock such as German unification, manifested in a debt-financed increase in annual government spending and transfers east of more than DM 150 billion, close to destabilizing the German economy, then think of the effect of the same shock on a smaller economy. Alternatively, think how much more easily the shock would have been handled had there been in 1992 a stable European currency!

Size is relative. How the euro will survive depends on the competition. Its two rivals are obviously the dollar and the yen. How such a tri-currency world would work out depends importantly on relative market sizes.

From the standpoint of size, the outlook for the euro is very favor-

able. The EU-15 has a population of 375 million, and the EU-11, which includes those countries slated to enter EMU in the first round, contains 292 million, somewhat larger than the United States; by comparison, Japan has 125 million. At current exchange rates, the GDP of the EU-15 is running at the rate of US-\$ 8.4 trillion, that of the EU-11, at US-\$ 6.6 trillion. These compare to US GDP running at 8.5 trillion and Japanese GDP at 4.1 trillion. All of a sudden, with or without the four countries that will not proceed to the first round, the EU becomes a player on the same scale as the United States and Japan. Over time, as the other countries join, as the per capita incomes of the poorer members of EU catch up, and as the EU expands into the rest of Central Europe, the EU will have a substantially larger GDP than the United States.

Openness also plays a role because it affects dependence. The less open, the more self-sufficient. As measured by the ratios of exports or imports to GDP, the "G-3" economies are about equally open. Of course the percentage of current exports to GDP in Europe is now around 30%, but when intra-European exports and imports are netted out, the openness figures are remarkably similar. It makes a difference of course whether openness is measured by exports or imports; economies with trade deficits will have higher import than export ratios. The US ratio of imports to GDP is the highest, at nearly 11%; the EU-15's and Japan's import ratios are substantially lower, at around 8%. With openness measured by exports, on the other hand, Japan's and the EU-15's ratios are around 9%, while the US's is a little over 8%. What emerges from these numbers is the significant fact that the three giant economies are all

relatively closed, creating the risk that the monetary authorities may tend to underestimate the importance of the exchange rate and lead to more volatility of exchange rates.

3 ECB monetary policy

The importance of the monetary policy stance scheduled for the EMU countries can hardly be underestimated. No currency has ever survived as an international currency with a high rate of inflation. The lower the rate of inflation, the lower



the cost of holding money balances, and the more of them will be held. In addition to a low rate of inflation, a stable rate is also desirable; because, however, inflation and variance go hand in hand, much of the problem is avoided if inflation is kept low.

Additional considerations are predictability and consistency in monetary policy. In a democracy, both are abetted by transparency. If the monetary authorities openly state their targets and their strategies for achieving them, the market and the critical public will be able to make its own judgement about inflation outcomes.

From the standpoint of sound monetary policy, the outlook for the euro is also very favorable. The Maastricht Treaty is unambiguous in making price stability the target of monetary policy; while the ESCB can and should assist the monetary union in carrying out its other objectives, it is forbidden to do so if such assistance would conflict with

price stability. Monetary policy will not be used to reduce unemployment by “surprise inflation” or to inflate away embarrassing public debts.

There remains considerable discretion for the independent ECB. They will have to determine how price stability can best be achieved. The problem is complicated by lags in the effect of monetary policy. The best approach for a large economy like the EU is to target the inflation rate, formulating monetary policy actions on forecasts of inflationary pressures. Leading indicators that should always be taken into account include gold prices, other commodity prices, rates of change in the different monetary aggregates, the growth rate and bond prices. The most successful central bankers have been pragmatists. But there is no reason why an independent ECB, modeled partly after the Bundesbank, cannot be as effective a body as the Federal Reserve System in the United States or the Bank of Japan. As Karl Otto Pöhl once said, “credibility is the capital stock of any central bank” and you can be sure that the management of the ECB will do its best to establish credibility at the outset.

4 The security factor

Monetary stability of course depends on monetary policy. But monetary policy is in turn affected by its sine qua non, political stability. Strong international currencies have always been linked to strong central states in their ascendancy. The reason is not far to seek. When a state collapses, the currency goes up in smoke. Examples include the hyperinflation of Germany and a few other countries after World War I, the collapse of the rouble after the October 1917 revolution; the hyperinflation of Kuomintang China after the Com-

munist forces of Mao-Tse-Tung crossed the Yang-Tse; and the hyperinflations in the former Yugoslavia in the 1990s. It does not bode well for its currency if a state is not powerful enough to defend itself against enemies from outside and within.

What about the euro and the EU? Is the EU a strong central state? It is here that one can see a potential weakness in the euro. Of course we could simply assume universal peace and go on to the next syllogism! If our assumption proved to be correct, the EU would not have to worry about enemies from without. It would be sufficient to hold itself together. Yet even here nothing can be completely taken for granted. Monetary union is supposed to be irrevocable. But it might not be in the event of a violent economic crisis. A real test would be its ability to hold itself together in the face of a drastic terms-of-trade shock such as that experienced in the 1970s when oil prices quadrupled.

The problems arising from the weakness of the central state cannot be swept under the rug. However, there are strong mitigating factors. The Cold War ended, putting aside what was in the post-war years the most dangerous threat to European security. A closely connected factor is NATO, probably the most successful alliance in history. As long as the EU is tied to NATO and the military alliance with the United States, the EU will be able to fend off enemies from without even if it is not a strong central state. At the same time the process of monetary union will itself be a catalyst for closer political union, quickly bringing to common attention the most fissiparous issues. These factors greatly mitigate what would otherwise be a fatal defect.

5 The fallback factor

Historical analogies can be treacherous. Modern currencies differ from the great currencies of the past, which were all either gold or silver, or convertible into one or both of those metals. Unlike paper currencies, they had a fallback value if the state collapsed. If any of the Italian city-states coining the sequins, florins or ducats of the Middle Ages collapsed, the 3.5 gram gold content would always have a fallback value in metal. Metallic currencies frequently outlive the state issuing them, as the flourishing of Macedonian staters in the centuries after Alexander's death clearly attest. A more recent example is the Maria Theresa thaler which continued to circulate in Eastern Africa long after that lady and the Austro-Hungarian Empire was no more. That does not hold for a paper currency. After the Battle of Gettysburg in the United States, Confederate notes became worthless.

Until the advent of the dollar, there is no historical record of any fiat currency achieving great international significance. Before the twentieth century all the great international currencies were metallic. The predecessor of the dollar, the pound sterling, achieved its great distinction as a metallic currency. But it was phased out when it ceased to be convertible into gold and even freely convertible into its successor, the dollar. The inconvertible pound of the 1940s and 1950s was a far cry from its predecessor of the days of the American Revolution when George Washington, the commander of the revolutionary armies, could maintain without hindrance his account in the Bank of England! The threat of inconvertibility and exchange controls toward the end of the viable life of a currency's international status is a factor further

undermining the fallback value of a currency.

The dollar achieved its international importance as a gold currency. When it was selected as the unofficial anchor at Bretton Woods, it had ceased to be internally redeemable, but was still externally convertible into gold, the only such currency apart from the Swiss franc. If the dollar is now a fiat currency, as a "ghost of gold" it is the exception that makes the rule.

The introduction of the SDR provides an illustration of the importance of the fallback factor. When first distributed in 1970, it had a gold weight guarantee confirmed in the Second Amendment to the Articles of Agreement of the IMF. The gold guarantee made it a substitute for gold rather than the dollar and, at a time when gold was underpriced, a coveted asset that was in great demand. After the dollar was taken off gold, however, the international monetary authorities reneged on the gold guarantee, and the SDR went through a series of transformations, ultimately turning into a five-currency basket. When the euro comes into existence and the mark and franc and perhaps also the pound are scrapped, the SDR will have to be changed again. Had its gold guarantee been maintained, however, the SDR would have been much more important in the international monetary system and perhaps qualified as a useful supranational unit of account. Lacking both a commodity fallback value and the backing of a strong state, the SDR fell by the wayside on the scrap heap of forgotten dreams.

There is in this a lesson for the euro. In any great political emergency, and especially one that threatened the durability of the EU, there would be a run on the euro that would not be mitigated by any

fallback value. A run or even the risk of a run would make it difficult to float long term securities in euro. The same strictures hold for the risks of exchange control.

It might be argued against this, that economies like Germany's thrived even when it was on the front line of the Cold War. Yet two factors need to be understood. The first was the existence of NATO, which kept Germany under the security umbrella of the United States. The second was that Germany, like most of the other countries on the European continent, did not – or only rarely – issued debt exceeding 10-15 years. The substantial quantities of really long term securities issued in Europe have been phenomena of the post-Cold War world.

Such an emergency of course might also weaken the dollar. Total political and military security can never be assumed. Nevertheless, the US situation differs in that the dollar has an established reputation; the US, though a federation, has a strong central government; and it is a military superpower. The lesson in this for the euro is that the ESCB will need larger holdings of external reserves than otherwise or than the United States. Fortunately, the EU countries have dollars and gold in abundance and will therefore be able to meet any foreseeable contingency.

6 Positive verdict on the euro

All things considered, the euro should stand up very well. It has two great strengths: a large and expanding transactions size; and a culture of stability surrounding the ECB in Frankfurt. Initially, the EU-11 will be smaller than the dollar area, but as other members enter, as the EU expands, and as the poorer countries catch up, the euro area will

eventually be larger than the dollar area. From the standpoint of monetary policies, there is also not much to choose between the two areas. Information is globally mobile and there is no reason why the ECB should not become as efficient as the Federal Reserve System in the United States.

The euro also has two weaknesses: it is not backed by a central state, and it has no fallback value. In an unstable world, these weaknesses would be fatal. But the present environment is far from unstable. The Pax Americana has been just as efficient in preventing major conflicts as the Pax Britannica and the Pax Romana of earlier eras. If, as one should expect, NATO survives in a post-euro world, the stability of the next decades should be as assured as for the past four decades. Coupled with very substantial EU gold and currency reserves, which could be centralized or earmarked for the ECB if the need arises, membership in NATO suffices to mitigate the weakness of the EU central government. Provided political coordination proceeds in the direction of integration, and important conflicts of conceit and nationalism are resolved, the euro should be able to maintain itself on an even keel with the dollar.

7 Inflationary liquidity effects

The ECB will be at the outset faced with tests of its credibility. There has been very little discussion of the impact of the euro on liquidity. My own view has been that it will be substantial. When the currencies of the EU-11 or EU-15 are phased out and replaced by the euro, there will be a once-for-all liquidity effect that will be the same as a sudden, once-for-all increase in the European money supply, with proportionate

inflationary effects. This is because the liquidity of the euro is greater than the liquidity of the sum of its parts. When, say, 500 billion euros worth of national currencies are replaced by 500 billion euros, European liquidity will be increased just as if there had been a sudden increase in the European money supply. No one has calculated the magnitude of this effect, but it can hardly be less than 10–15%, and will therefore require that much additional monetary restraint to prevent an outbreak of inflation.

A similar effect will be experienced in the bond market. Like all assets, bonds have a liquidity dimension. Liquidity is measured by the ease with which an asset can be turned into cash without loss; it is inversely related to the cost of turning a bond into cash and then requiring it. Bonds with a large market are more liquid than bonds with a small market. The redenomination of national debts and corporate bonds from local currencies to euro will all of a sudden create a vast single market in euro-denominated bonds, a bond market of the same massive scale as that of the United States. The liquidity of this debt will be much larger than the liquidity of the combined public and corporate debts now denominated in national currencies. The redenomination of these national debts is bound to create a revolution in the European and in world capital markets.

How important is this liquidity effect likely to be? Some indication can be got by comparing the degree of securitization in Europe with that of the United States and Japan, the two countries in the world with the largest bond markets. Outstanding government and corporate bonds in the Big Three markets – taking the EU-15 as a single entity – amounted

to just short of US-\$ 40 trillion in 1995. Of this total, US-\$ 12.5 trillion was accounted for by the EU-15, and the remainder of US-\$ 27 trillion by the US and Japan together. The liquidity of the EU-15 debt will be greatly enhanced by the adoption of the single currency.

There is a related issue. The superiority of the new facility – the ability to issue euro-denominated debt – will make it attractive to increase the aggregate outstanding. But by how much? One heroic (or crude) way to estimating the potential increase is to compare ratios of outstanding bonds to GDP – securitization ratios – in different countries. Using the outstanding-debt figures cited above for 1995, and taking the 1995 GDPs of the EU-15, the US and Japan as US-\$ 8,422 trillion, US-\$ 7,265 trillion and US-\$ 5,135 trillion respectively (remember these are translated into dollars at 1995 exchange rates), the securitization ratios in the EU and the US and Japan come to, respectively, 1.5 and 2.18. This is a remarkable difference and at least part of it can be attributed to the disadvantage the EU countries have up until now faced in their national-currency bond markets. No doubt there will be some shift from the other markets to the European markets and also an increase in total outstanding issues in Europe. Outstanding bonds in the EU-15 in 1995 would have had to have been an additional US-\$ 6 trillion to equal the ratio in the United States and Japan. The euro will create magnificent new openings until the market reaches maturity.

Another liquidity effect concerns the money multiplier. The new money multiplier will be the EU-15 money supply divided by the total supply of euro currency outstanding. One coordination problem is likely

to arise because of different legal or practical reserve ratios in the different member countries. But a more serious problem is the creation of euro substitutes. Because the replacement of a national currency by the euro transfers seigniorage to the ECB, each country has an incentive to minimize the need for euros. This incentive exists even though it is weakened by the redistribution of ECB profits to the national central banks (NCBs).¹⁾

What if one or more of the NCBs created a lender-of-last resort facility that enabled the banks to get by on a far smaller ratio of euros to deposit liabilities? The incentive for NCBs to do so may be eliminated for the most part by the provision by which their money incomes are earmarked for the general account and then “allocated to the national central banks in proportion to their paid-up shares in the capital of the ECB.”²⁾ There nevertheless remain opportunities for the private sector or another branch of the government to perform functions previously performed by the NCBs. The EU’s money multiplier will have to be watched closely!

Much more well-known liquidity effects will arise from the centralization of international reserves. It is convenient to divide these reserves into three types: (a) foreign exchange held in European currencies, ECUs, IMF reserve positions and SDRs; (b) foreign exchange held in non-European currencies; and (c) gold. Category (a) assets “may” be held and managed by the ECB. The ECB will also receive “up to an amount equivalent to” ECU 50 billion. The contributions of each member state will be fixed in proportion to its share in the subscribed capital of the ECB.

Reserve needs in Europe will be lower on two counts. First, once

EMU is formed, intra-union deficits and surpluses will be netted out and reserve needs for the union as a whole will be considerably smaller than the sum of the reserve needs of individual members. If external (mainly dollar) reserves were at an appropriate level before the union, they will be excessive after it. The same holds for gold reserves, of which the EU countries own almost half the world’s monetary reserves – although here gold reserves could partially compensate for the absence of the strong central state. Any immediate action to dispose of the part of these reserves that are considered excessive would be damaging to exchange rate stability.

Second, and in the long run much more important, the ESCB’s need for foreign exchange reserves will decline drastically once the euro is successfully launched. The euro will then become a reserve currency of choice for many countries around the world. Reserve currencies have less need for reserves – especially if there is confidence in its monetary policy – because its own currency is liquid internationally; reserve currency status is a widow’s cruse that keeps the owner in perpetual liquidity.

Apart from IMF positions and SDRs, EU-15 reserves at the end of 1996 amounted to 350.6 million ounces of gold (to which could be added 92.0 million held by the EMI). The other big holders were the United States with 261.7 million ounces, Switzerland with 83.3 million ounces, and the IMF with 103.4 million. These countries and institutions thus hold 891 million ounces or 80% of the world total of 1,108.1 million ounces. Pooling all foreign exchange would give the ECB US-\$ 387 billion, or 25.9% of the world total of US-\$ 1,498 billion at the end of 1996. This compared

with the holdings of US-\$ 209 billion in foreign exchange in Japan or about US-\$ 300 billion in “Greater China” (China, Taiwan and Hong Kong).

The foreign exchange reserves would not seem so excessive (at least compared to the Asian holdings) were it not for the fact that the euro, as already mentioned, will itself become a widely-used international currency, conferring on the EU the “exorbitant privilege” to run a “deficit without tears” – to use the phrases of Charles De Gaulle and Jacques Rueff in their prickly attacks on the dollar in the 1960s. China, for one, has already said it will hold part of its reserves in euros.

8 Reactions to the euro

It should not be thought that a change as momentous as the introduction of the euro promises to be will leave “other things constant.” The only thing that will remain constant are the laws of change, which includes competition and expansion. Let us assume that the euro is launched successfully. It will then probably be adopted by the remaining four members of the EU, including, importantly, Britain. It may further be assumed that it will be adopted as a kind of currency-board peg by several of the states lining up for entry into EU. When that occurs, the “weight” of the euro-bloc will begin to exceed that of the dollar area. Countervailing steps will then be taken by the United States, including perhaps an expansion of

the dollar area into Latin America and/or Asia, and even the formation of a yen-dollar bloc, a G-2 counterpoise to the euro-bloc.

Whatever the prognosis, the dollar-euro rate will become a matter of great concern to Europe, the United States and the rest of the world. Diversification from the dollar into the euro would create the threat of a soaring euro which would play havoc with the sensitive issue of unemployment in Europe. The alternative of a falling euro would raise the specter of an outbreak of inflation that would necessitate deflationary policies. It would be a grave mistake to believe that the closed nature of the three big blocs would make exchange rates less important.

The most urgent focus of management will be on the dollar-euro rate. As the world moves from monetary unilateralism to monetary bilateralism, policy coordination will become more important. Under unilateralism, other countries were comparatively free to fix or change their currencies against the dollar, with a kind of benign neglect of exchange rate on the part of the United States. That will no longer be possible with the euro. If intervention is required it will have to be cooperative. In view of the long period of transition from a mainly dollar world to a world in which the dollar and euro are quasi-equal partners, it may be necessary to develop new institutions capable of dealing with the problem. ☞

- 1 Article 33.1(b) of the Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank provides for the transfer of the ECB's net profits (except for a maximum of 20% transferred to the general reserve fund) to the shareholders of the ECB (i.e. the NCBs) in proportion to their paid-up shares.
- 2 Article 32.5 of the Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank.

GERTRUDE TUMPEL-GUGERELL, MODERATION
WILLIAM R. WHITE
MICHAEL FOOT
FRANCESCO GIAVAZZI
KARL SAMSTAG
ANDREAS TREICHL



Der Strukturwandel der Finanzindustrie

in Europa

The transformation

of the European financial industry

Introduction¹⁾

This paper first provides a broad overview of the current state of the banking industry in the major countries that will enter the European economic and monetary union. It then goes on to identify some important forces for change and some important forces resisting change in European banking. Among the former are included changes in technology, the evolving role of the state, demographic pressures, a growing concern for shareholder value and



(of course) the introduction of the euro. Globalisation, securitisation and growing competition from both non-bank financial intermediaries and unregulated non-banks are treated as manifestations of underlying and more fundamental forces for change. Among the forces resisting change are some which seem likely to disappear with time. However, other such forces supporting the status quo arise from long-standing institutional and cultural patterns which are not likely to be altered quickly. Attention is paid finally to some recent developments at both the intra-firm and inter-firm level and what they indicate about how the balance of forces is playing out.

The broad conclusion of the paper is that the banking sector in continental Europe seems poised for a period of sharply increased competition. This will create opportunities for many, but also challenges for the private sector and the public sector alike. Important policy

issues include establishing the degree of national consolidation likely to enhance efficiency whilst maintaining competition. Closely related are prudential issues having to do with ensuring financial stability during a period of heightened competition. Finally, unlikely as this outcome may be, there is the issue of effective crisis management under EMU, given that supervisory responsibilities remain at the national level while the European Central Bank has a supra-national character.

I Continental European banking: the starting-point²⁾

In both continental Europe and the English-speaking countries³⁾ financial claims have for many years grown faster than the overall size of the economy. Nevertheless, banks in these two groups of countries have not benefited to the same degree from this longer-term trend. In continental Europe, traditional bank lending is of significantly greater importance than in the English-speaking (Anglo) countries where the direct sale of securities to ultimate lenders is much more widespread. Moreover, this divergence has tended to be more noticeable as the quality of the credit diminishes; junk bonds and equity issues by small and medium-sized enterprises are almost unknown in Europe and the securitisation of credit is also relatively undeveloped.⁴⁾

Within the realm of financial intermediation, banks in continental Europe have a much larger share of total intermediated claims than do banks in the other group of countries. These differences are well documented in Davis (1996) and Dermine (1997) and imply a greater reliance on impersonal markets in English-speaking countries and a greater reliance on relationship

banking in continental Europe. Should European financial structures come increasingly to resemble the Anglo model, the degree of adjustment required from European banks would certainly be large. As is discussed below, there are many forces leading in this direction, although there are also many forces supporting the status quo.

In the continental European banking system, corporate and retail banking services continue to be overwhelmingly provided by “national” corporate entities. Wholesale banking, in contrast, is intensely competitive and highly international, due in large part to the existence of offshore and “euro” markets which have supported such trends. Table 1 shows the limited share of bank assets (credit) and liabilities (deposits) that is accounted for by cross-border business within Europe. A recent study on behalf of the Banking Advisory Committee of the European Union⁵) also notes that there were only 486 cross-border branches in the whole European Union in December 1995, which represents about one-third of 1% of all bank branches (including head offices).⁶)

The principal thesis of this paper is that continental European banks may be about to enter a period of enhanced competition. If this is so, the starting position for many banks is not particularly strong. As indicated by a comparison of Tables 2 and 3, the rate of return on the assets of banks in some continental countries rebounded in 1995 and in many cases rose further in 1996. However, this should not overshadow a number of underlying trends. The rate of return on both assets and equity continues to be relatively low in some countries (compared with US, UK and restructured Nordic banks) and profits seem to have been trending down since the

mid-1980s (see Table 3). Net interest margins, which have traditionally been squeezed by the provision of “preferential credits” to long-standing customers, have tended to narrow further. Loan loss provisions have also been high,⁷) a by-product of the earlier period of deregulation. Finally, employment costs as a proportion of gross income are also high by international standards (see Moody’s, 1998).

Reflecting these realities, the ratio of bank share prices to general stock price indices has been on a declining trend in many European countries (see Table 4). While bank shares have rebounded (relative to the index) in the last year or so, it is interesting that the shares of banks in English-speaking countries have generally performed even better.⁸) It is also a fact that downgradings of continental banks by rating agencies have become more common (see Graph 1), even if credit ratings remain relatively high. In sum, there is at least a *prima facie* case that a significant degree of restructuring is required.

Some other simple comparisons also give the impression that continental European banks tend to be too small and have too many branches. On the one hand, the degree to which total bank assets are concentrated in the top five to ten banks in each individual European country (see Table 5) is not obviously different from most non-European countries; indeed, in this respect the United States and Germany are clear outliers. On the other hand, the much more pertinent question is the extent to which market forces might lead to increased concentration within a single European market. Measured against aggregate numbers for Europe as a whole, all European banks still look individually very small. The number of bank branches

per person in some continental European countries also seems to exceed norms in the English-speaking countries even though the Europeans generally have smaller geographical catchment areas.⁹⁾ Of course, comparisons of this sort clearly suffer from the need to determine which group of countries is “normal.”

2 Forces for change in continental European banking

In recent months, the possible implications of the introduction of the euro for the European banking industry have received increasing attention.¹⁰⁾ Yet there is danger in such a focus in that many other powerful forces encouraging change within European banking may be ignored. While the euro may act as a catalyst for change, it is the underlying forces that will play a more important role in shaping the direction of that change. Some of these forces are very deep (e.g. technological change and demographic trends) and are affecting banking developments worldwide, while some other commonly identified forces (e.g. globalisation and securitisation) are better thought of as manifestations of deeper forces. Finally, it bears mentioning that dynamic interactions between forces for change can, in some circumstances, lead to a sudden acceleration of change more akin to a regime shift. The sudden collapse of the socialist regimes in Eastern Europe and the profound recent change in the fortunes of a number of economies in East Asia illustrate that change is not always linear. The marked transformation of the British financial industry since the “Big Bang” in 1986 indicates that similar changes may be possible in banking as well.

2.1 Underlying forces for change

Changes in technology, deregulation, attitudes to shareholder value and demographic trends in the industrial countries are affecting the financial business everywhere. Yet there are grounds for arguing, of which the lack of adaptation to date is only one, that the prospective influence of these factors may be greater in continental Europe than in the English-speaking countries. The introduction of the euro is also a distinctively European event, even if the implications of this event do extend well beyond continental Europe itself.

Perhaps the most fundamental force for change in the financial sector has been developments in technology, in particular computing and telecommunications, the fruits of which are available to non-banks as well as banks. These influences have led to a whole host of new financial products and a great expansion in the means to deliver them. Sharp reductions in computer costs and the application of financial engineering now allow the various risks implicit in any single financial instrument (market risk, credit risk and liquidity risk) to be unbundled and sold or purchased separately. Moreover, the same technology now allows these risks to be rebundled (pooled) in such a way that modern portfolio theory can be applied to the management of both the risks and the returns. Such developments underlie recent trends to securitisation, the development of various derivative products (including credit derivatives¹¹⁾) and the application of “credit-scoring” techniques to consumer finance, credit cards and mortgages. Most of these procedures are relatively underdeveloped in continental Europe.¹²⁾

Delivery systems for financial products have also become much

more sophisticated. Analogous to the unbundling of risks, this implies that the delivery of services can also be unbundled. Telephone banking is now well established in many countries and ATMs are seen virtually everywhere and are increasingly sophisticated. The provision of financial services on the Internet is also beginning to expand rapidly. While the base is still relatively small,¹³⁾ Internet customers also tend to be “high-end” purchasers of financial services who make a disproportionate contribution to profits. The Internet now provides access to extraordinary amounts of financial information (including competitive prices for deposits and loans) as well as facilities to receive investment advice and carry out transactions. Lower-priced computers, further advances in technology,¹⁴⁾ greater familiarity and increased confidence in the security of the technology will accelerate these trends.

These technological developments have a number of implications. The first constitutes a direct attack on the “relationship banking” which continues to be at the heart of most European banking systems.¹⁵⁾ By allowing the unbundling and rebundling of products, and their separable delivery to the customer, technology contributes to a general commoditisation of products. In turn, this encourages competition, product by product, on the basis of price alone rather than historical relationships. The fact that information about these products will be increasingly available and cheap will work in the same direction. Even if countervailing forces ensure that relationship banking in Europe may continue to thrive,¹⁶⁾ it is likely to become increasingly difficult to continue with current practices of effective cross-subsidisation. Individual customers, aware of alternatives,

will increasingly refuse to cross-subsidise other bank customers¹⁷⁾ who contribute less to the bottom line. Perhaps more important, cross-subsidising individual products will become increasingly expensive as competitors “cherry pick” in areas where they feel they have a competitive advantage.¹⁸⁾

Finally, the availability of alternative delivery systems for financial products will increasingly call into question the viability of European branch banking systems and the concept of “one-stop shopping.”¹⁹⁾ It is not obvious that customers prefer this form of receiving services; in particular, short opening hours conflict with a growing desire for convenience. Nor indeed is it obvious that all-purpose branches can provide services with the required degree of flexibility and efficiency. If an analogy can be made to the competition between general department stores and specialised merchandisers in a number of countries, the latter are increasingly dominating the former.²⁰⁾ At the very least, the purpose of branches will have to be reassessed.

A second force for change in European banking is the changing role of the state. Banks which are owned or strongly supported by the state (for example, mutual and cooperative banks, often having a regional nature) have traditionally played a very significant role in France, Italy, Germany and Spain among other countries (see Table 6). Moreover, other indirect means of providing state support for national banking systems (or parts of it) are also common. For example, certain banks in Germany have their credits guaranteed by the *Laender* with which they are associated. Some rough measure of the importance of such support is provided by comparing the Moody’s rating based on

inherent financial strength and the rating based on implicit government support (see Table 7). It also remains the case that the banking industry in continental Europe (as elsewhere) is very heavily regulated and that public policy in this area has until recently tended to emphasise considerations relating to “stability” more than those of “efficiency.”

The state has also played a role, albeit inadvertent, in discouraging the development of other forms of financial markets. The fact that state-supported social security funds are so well-developed in continental Europe, and that they have generally been of the unfunded variety (indeed this is commonly true of pensions provided by large corporates as well), has in large part removed the need for private saving plans and the market infrastructure needed to support them. This approach stands in sharp contrast to the United States, where the largest state interventions in the credit markets have been the guarantee of a large fraction of mortgage credit and the provision of tax breaks for funded stand-alone pensions. Both of these incentives have encouraged the development of the securities markets at the expense of bank assets.

However, the role of the state in European banking is now beginning to change in virtually all the respects described above. In Austria, France and Italy, steps have been taken to reduce direct state ownership of banks.²¹⁾ As for other forms of state support, the problems of *Crédit Lyonnais* have led the European Commission to focus much more carefully on the proper treatment of ailing banks within the context of the Maastricht Treaty. A similar concern, but about ongoing state support for otherwise competitive banks, was highlighted by the recent visit of the German Banking Association (repre-

senting private banks) to the European Commission to complain about the injection of “allegedly” free capital into *Westdeutsche Landesbank* (Germany’s largest public sector bank). The failure of the Amsterdam Summit of June 1997 to ratify a proposed amendment to the Maastricht Treaty, giving the German *Sparkassen* and *Landesbanken* special status, was another small step in the direction of a diminishing state role in the financial industry.²²⁾

Excessive regulation in the financial sector has been recognised as a problem for over 30 years,²³⁾ but attempts to deal with it have been stepped up sharply this decade.²⁴⁾ Against a background of continuing high costs for financial services in individual European countries (discussed below), the Second Banking Coordination Directive was passed by the EC Council of Ministers in December 1990, and came into effect on 1st January 1993. Based on the clear principles of a single “passport” (allowing financial activity anywhere in the Community), mutual recognition and home-country control (for purposes of supervision), the objective was to ensure the fullest possible degree of cross-border competition subject to adequate supervisory oversight. Allied with the Capital Liberalisation Directive of 1988, which for most countries came into effect in 1990, the prospect offered was a sharp increase in competition based on both enhanced rights of establishment and increased cross-border trade. The fact that virtually all of the policy goals embedded in the Banking Directives have since been implemented through domestic legislation in most of the countries of the European Union would also seem to augur well for a heightened level of international competition.

The changing role of the state with respect to pensions is best treated as an aspect of demographic change. State reliance on unfunded pension schemes in Europe is being increasingly seen as unsustainable given the ageing of the population. Legislation in France was proposed to allow 14 million private sector employees to “top up” state-sponsored pensions with equity holdings, although the decree to bring it into effect has not yet been published. However, much more activity of this sort does seem likely to follow, and the development of capital markets in Europe (and of non-bank financial intermediaries which deal actively in such markets) will be stimulated accordingly. Moreover, this is not the only implication of a European population which is growing older on average. In such a society, particularly if allied with continuing increases in national income and wealth, the marketing emphasis must shift away from financial products directed to the young poor (consumer credit and mortgages) to asset management services for the old rich. The latter set of clients are likely to be both more knowledgeable and more demanding. This combination of forces is not likely to be to the advantage of traditional banking liabilities since the rates of return they offer must be relatively low.²⁵⁾

A further underlying force for change is an increased concern for shareholder value. This objective has been emphasised for years in the English-speaking countries and is increasingly manifested in such forms as continuous cost-cutting (even in “good times”), share buy-backs and the recent phenomenon of demutualisation of mutually owned financial firms.²⁶⁾ The rates of return on capital in continental European banking have been below those of

their competitors for many years, but there has thus far been little pressure from shareholders for that to change. In part, this is because government unwillingness to countenance hostile takeovers has permitted small groups of long-term shareholders to effectively control the company. In part, it is because other current shareholders have remained quite passive.²⁷⁾ However, there are emerging signs that this culture is beginning to change.²⁸⁾ With respect to hostile takeovers, these are increasingly in evidence in continental Europe and governments seem somewhat more (although not wholly) comfortable with the concept. As for the problem of passive shareholders, increased ownership of bank shares by pension and other funds, whose own performance is being assessed by the ultimate owner of those funds, will be of increasing importance.²⁹⁾ The clear trend towards the cross-listing of European shares on US exchanges will also work strongly in the same direction.

A final force for change in European banking will be the introduction of the euro. A co-author and I have argued in an earlier paper³⁰⁾ that the euro will be not only a direct cause of but also a catalyst for change in response to the underlying forces described above. The most important aspect of the former effect is that the introduction of the euro will stimulate the growth of a much larger and more liquid securities market in Europe. The speed with which this will happen will depend in large part on the efforts made by governments to ensure that it will happen. Securities markets can then be expected to pose a significant competitive challenge to banks offering traditional forms of intermediated credit.³¹⁾

The introduction of the euro may also increase interbank competition to some degree. In particular, a single currency may affect the behaviour of bank customers. A greater capacity to compare rates and fees across borders, without the need to factor in currency considerations, should increase competition among individual products. There will also be increased competition for relationships as multinational firms seek to consolidate treasury operations which were previously spread over many different currency zones.³²⁾ At the same time, corporations will want to ensure that the financial institution they choose to be their banker will have pan-European capabilities.

A single currency might also help change the behaviour of financial institutions themselves, inducing them to think about the contestability of European and not just national markets. With respect to corporate clients, the extra risk associated with making medium-term loans in foreign currencies will disappear, thus encouraging more international lending.³³⁾ The fact that potential gains from speculating on currency movements will be reduced should also lead to a greater reliance on credit risk as a source of profits. In turn, this should lead to a heightened appreciation of the need to adequately evaluate credit risk. And with such a methodology in place, the nationality of the borrower should become less important. The need to alter computer systems in anticipation of the euro might also prompt some strategic rethinking of the business functions they support. Both possibilities may, however, be limited by the realisation that corporate banking in Europe is nowhere a very profitable business. The introduction of the euro may even encourage banks to actively seek out

retail customers in other countries if they believe that such customers will demonstrate less national bias after the introduction of a common currency. While reducing such prejudices is in fact one of the fundamental purposes of the exercise, it would seem prudent not to expect major changes in consumer behaviour in the near term.

2.2 Manifestations of underlying forces

The globalisation of trade in financial services is a by-product of underlying forces like those described above. Technological advances and lower communication costs make a global reach more practical, while deregulation has opened up many new markets. The recent international agreement on trade in financial services, under the aegis of the World Trade Organization, seems likely to enhance such pressures. In the European context, the practical implication is that continental markets may become more contestable, not only to other continental banks also having a universal banking character, but also to institutions (both financial and non-financial) incorporated in English-speaking countries and operating continent-wide with a single "passport." Experience in other countries indicates that an increase in the share of business done by foreign banks lowers profitability, in spite of an associated reduction in overhead expenses.³⁴⁾ Indeed, Canadian experience shows that this may happen even when foreign banks fail to increase market share, as cosy cartel-like relationships are shaken up.³⁵⁾

In the area of global investment banking, the principal competition to continental European banks is coming from the United States.³⁶⁾ Indeed, in a recent evaluation by Morgan Stanley Dean Witter (1998)

only Credit Suisse, United Bank of Switzerland and Deutsche Morgan Grenfell were ranked even as “Tier Two” banks³⁷) after four American firms: Merrill Lynch, Goldman Sachs, J.P. Morgan and Chase Manhattan. Moreover, the competition from this source is strengthening further as the influence of Glass-Steagall wanes and US mergers increasingly combine world-class producers of financial products with huge distribution networks.³⁸) A recent article in *The Banker* (see Owen, 1997) indicated that even the introduction of the euro might favour US financial institutions since they had “pan-European capabilities and mindset” in greater measure than universal European banks.

There is also likely to be growing competition from global banks at the retail level. Citicorp and HSCB Holdings are generally acknowledged as having the most advanced strategy for global expansion. Indeed, the former is known to have already been successful in attracting the business of high-income German investors away from German banks. Moreover, in virtually all areas of the local banking business (comprising operating services, asset management and consumer services) other powerful but non-continental competitors are also emerging. One impetus behind this is the sharp difference in productivity levels across countries³⁹) which means that the “arbitrage possibilities in retail are huge.”⁴⁰) If customers become increasingly willing to abandon local branches in favour of electronic transactions, the competition provided by global banks could intensify markedly. This process will be further enhanced to the extent that global companies succeed in their current efforts to develop a single brand name that will “inspire trust and affection” in the

various countries of continental Europe.⁴¹)

Securitisation and the associated growth of non-bank financial intermediaries (life insurance companies, pension funds, mutual funds, etc.) are another by-product of the underlying forces described above⁴²) and will pose another challenge to continental European banks. Indeed, there is a symbiotic relationship between these two developments in that savers will increasingly wish to pool risks and raise returns by investing in the liabilities of non-bank financial institutions, which in turn will need to invest in assets (securities) with known degrees of risk. Technological developments have supported pooling processes of this kind, as described above, and have sharply lowered the costs of securitisation of bank-originated credits. The fact that new issues of public sector securities in Europe may also be reduced, in view of ongoing fiscal retrenchment, likewise supports the increased securitisation of private sector debt. Underlying demographic patterns in Europe and increased reliance on funded private pension schemes (as opposed to traditional unfunded public schemes) will also reinforce these trends, as will the introduction of the euro, which should in principle override existing national restrictions which currently force investment funds to invest “at home.” The increased capacity, and the growing desire, of non-bank financial institutions to provide many of the services normally⁴³) provided by banks is another competitive factor to be taken into account.⁴⁴)

Finally, the same underlying forces are increasing competition from unregulated “non-banks” in the provision of banking services. Indeed, many large corporations are increasingly carrying out their banking

business “in-house” (e.g. Volvo, BP and Renault). In the United States, General Electric and Ford are now two of the largest financial services companies, and the former is expanding vigorously into Europe (and Japan) in direct competition with local providers of financial services. In the United Kingdom, Sainsbury, Marks and Spencer and Tesco are all now taking deposits as well as making loans to their retail customers. Specialised companies are also targeting the markets for



credit cards, mortgages and the leasing of certain kinds of equipment. Here again, increasing inroads are being made into European markets. The central point is that the fixed costs of entering these markets have come down with advances in technology and many financial services can now be produced by specialised providers very efficiently and at low cost. The fact that many of these companies have extremely well-known brand names gives them a further competitive advantage. Whether unregulated entities have a competitive advantage simply because they are unregulated is moot given that regulation of banks in the past was often directed to maintaining the rents associated with cartel-like behaviour. It is the case, moreover, that the costs of regulation are to some degree offset by certain benefits (e.g. access to lender of last resort facilities).

Another area where competition seems set to increase is electronic

payments processing and the provision of services over the Internet. This is a global phenomenon that will certainly affect continental Europe. Non-financial firms that control communications networks, and the gateways to them, could set themselves up as “brokers” directing customers to the most suitable product for them. The loyalty of the customer would increasingly be to the broker rather than the ultimate producer of the product. At the very least, this process will squeeze margins of traditional financial service providers. At most, these non-financial firms could use the information made available to them through data-mining technology to design new products themselves⁴⁵) to compete with products from traditional financial service providers. Moreover, in this virtual world where concerns about security are naturally heightened, the possession of a brand name inspiring confidence will become ever more important as a marketing tool. This may further encourage non-banks to contemplate new forms of competition against European banks whose brand recognition does not tend to be very high.

2.3 Multiplicative effects and the bottom line

It has been analytically convenient above to treat the various forces for change separately. This should not blind us to the fact that the interactions among them are perhaps even more important, leading to dynamic processes that may be hard both to predict and to control. The accelerating pace of both technological change and deregulation (the demise of Glass-Steagall in the United States, the “Big Bang” in Japan and the introduction of the euro) implies that there may be a heightened probability of observing

such interactive processes in the near future.

By way of example, there are important forms of interaction between technology, competition and deregulation.⁴⁶⁾ New technology allows firms (both old providers of financial services and new entrants) to sidestep regulations and this in turn could lead to pressure for deregulation to level the playing-field.⁴⁷⁾ Deregulation in turn leads to more competition, which, in the financial services industry, leads to a still heavier reliance on technology to gain a competitive edge. As competitive pressures mount, banks may find that their credit ratings fall below those of their customers, providing a further boost to securitisation and causing further loss of profits for many traditional intermediaries. This in turn may lead to more pressures for a level playing-field, more investment in technology, and so on.

Another form of potential interaction is the way in which technology lowers the costs of obtaining and processing information, as well as allowing non-banks to provide services previously only available at banks (e.g. payment services). Such developments make banks less “special,” implying either less need for their regulation or a greater need for regulation of those non-banks providing similar services. Should there be less traditional regulation of banks, this would imply a greater reliance on market discipline and more disclosure of information to the public at large. More transparent accounting and an increased role for rating agencies tend to further erode banks’ monopoly power over asymmetric information and further increase competitive pressures. The “bottom line,” summarising the effects of all the above influences, is in fact the bottom line: Bank profits in continental Europe are already

under pressure and there are some grounds for believing that these pressures could intensify sharply and quickly.

3 Broad forces impeding change in continental European banking

As will be further documented below, the numerous forces for change in the competitive status quo have not thus far had significant effects on the face of continental European banking. Thus, one is immediately challenged to identify the offsetting forces that have acted to maintain the competitive status quo. Some of these forces have their roots in time-specific circumstances, others are institutional in nature, while still others are cultural. As one moves from time-specific to cultural considerations, the likelihood of near-term change obviously declines.

3.1 Time-specific issues

A number of the underlying forces for change identified above are of relatively recent origin, in particular the heightened concern for shareholder value and the forthcoming introduction of the euro. These influences can be expected to grow as time passes. The fact that certain manifestations of the underlying forces have recently become much more evident (globalisation and the trend to securitisation) may indicate that a period of more rapid adaptation in continental European banking is now imminent. The euro could be a catalyst for such changes.

Other factors impeding change will also disappear with time. For example, the degree to which new information technology makes retail banking more contestable has been limited by the “conservatism” of European households, but this is already changing.⁴⁸⁾ Zimmerman

(1995) makes the case that major financial restructuring, especially that having an international dimension, has been affected in recent years by the slow growth of the major continental economies. This has tamed “animal spirits” and, by exacerbating the problem of doubtful loans, has put further constraints on the availability of capital (at the level of the firm), already in short supply relative to new and more onerous regulatory standards. He argues that when the continental European economy begins to recover more forcefully, new initiatives might then become more common. This hypothesis is not inconsistent with more recent experience; the upturn in the European economy through to mid-1998 has been accompanied by a heightened level of financial restructuring. A further consideration is that “scarce” management time in European banks may have been preoccupied with the success of large internal investments in market risk models.⁴⁹⁾ Once these are completed, the attention of senior management can turn elsewhere.

3.2 Institutional and cultural impediments to change

Within individual continental countries, there are many institutional impediments to rapid change in the financial sector. These impediments were generally introduced with a view to fostering financial stability, even if sometimes at the expense of financial efficiency. Cartel-like arrangements, often with associated economic rents, were thought desirable because the fear of losing the “franchise value” of such a firm would inhibit excessive risk-taking.

Historical experiences referred to earlier indicate that international competition, or at least contestability, could serve to destabilise

such arrangements. Unfortunately, the institutional impediments to international competition in continental Europe remain quite severe. The legal, tax, regulatory and supervisory frameworks within which financial institutions have to operate continue to differ in significant ways across the various countries in the European Union.⁵⁰⁾ Different accounting and reporting procedures, “technical standards” and employment practices also work in the same direction. Such differences in themselves make international competition less appealing in that it becomes more complex.⁵¹⁾ Moreover, such differences increase uncertainty about what might happen in a foreign country under exceptional circumstances.⁵²⁾ The effect of such differences on competition will evidently be all the greater if national practices have the effect (whether intentional or unintentional) of supporting national enterprises.

A particularly important impediment to change in Europe is labour laws which provide significant protection to workers against job shedding. Moreover, such laws have in some cases been reinforced by special legislation or regulations directed specifically to the banking industry.⁵³⁾ The purpose of such initiatives has generally been to enhance further the rights of existing workers, not only directly by constraining management initiatives, but also indirectly by forbidding certain forms of competition. While the process of deregulation referred to here will eventually have some effect in this area as well, this process is likely to be slow given a high level of unionisation in the banking industry and a significant degree of state involvement as well. In the interim, the preferred method of laying off staff seems to be through

attrition, which is a slow and often costly process.

In a number of countries, there also continue to be restrictions on the kinds of financial products which can be offered,⁵⁴⁾ which clearly reduces the incentive for new entrants to compete by offering financial products developed in their own countries. Many of these differences have been allowed to remain given the existence of an opt-out clause in the Second Banking Directive which can be invoked in the interests of the “general good” (ostensibly consumer protection). A recent study (1996) commissioned by the European Commission highlighted the extent to which this clause could be, and indeed was being, used to stifle foreign competition. While the Commission has in recent months issued a “communication,” to interpret existing law so as to remove uncertainties and encourage competition, it remains to be seen whether this latest move will have much effect.⁵⁵⁾

Allied to the influence of these remaining institutional differences has been uncertainty about how national governments might react to certain cross-border initiatives. Takeovers of large national banks by foreigners is a traditionally sensitive issue in most countries, both inside and outside Europe. With the state itself being so active in the banking business in many countries, the objectivity exercised in the use of its powers might be even further questioned. Restructuring of banks leads almost inevitably to job losses, which can be politically sensitive in themselves. When the initiators of such actions are foreign, that political sensitivity is likely to be even higher.

Such concerns reflect the perception of a continuing cultural bias in most countries towards their own

citizens and institutions. Different national languages, different national practices and simple inertia on the part of customers are other factors impeding cross-border competition which could prove more difficult to overcome. A simple but striking observation supporting this view is that arrangers of syndicated loans (see Table 8) tend to have the same nationality as the borrowing entity, regardless of the currency in which the loan is being made.⁵⁶⁾

4 Recent developments and the balance of forces

In Section 1 above, a number of salient facts about the continental banking industry were presented as *prima facie* evidence indicating that the level of efficiency is not currently high. In this section, the focus is on recent changes in the industry in response to the forces just described. Three sets of evidence are considered: changes in the prices of financial services, changes in banking practices at the level of the firm, and changes in the banking industry at the inter-firm level. The broad impression given is that change is beginning to accelerate but has really only just begun. In the final section of this paper, attention is drawn briefly to some issues of public policy that might arise in this process.

As to changes in the prices of financial services, a 1996 study⁵⁷⁾ carried out under the auspices of the Banking Advisory Committee of the European Union is the most exhaustive investigation to date. Directed to assessing the effectiveness of the “single market programme,” it broadly concluded that the impact had not so far been very significant. Nevertheless, some important changes were indeed discernible. In some of the countries that were most heavily regulated to begin with, the costs of some

services had fallen markedly, and the margins on corporate loans seemed to be under pressure almost everywhere. The price of credit cards had also dropped sharply as had the interest rate differentials across countries. In contrast, the study indicated that there had been little narrowing of the substantial price differences across countries⁵⁸) for consumer loans, the use of current chequing accounts, personal equity transactions and the cross-border transfer of funds. If one measure of untrammelled international competition is that the law of one price prevails, then on this evidence continental European banking remained far from this model as recently as 1996. The necessity to cut prices further in an increasingly competitive environment implies that other adjustments to maintain profits will have to be even greater.

Turning now to changes at the level of the firm, the above impression is generally confirmed. Changes directed to maintaining and increasing profits are occurring but generally only slowly. Evidence presented below refers to changes with respect to (1) rationalisation and cost-cutting; (2) new business orientations; and (3) increased risk-taking. With respect to the first two sets of initiatives, significant impediments to progress can also be identified. One danger arising from this is that excessive reliance may then be placed on the third possibility, increased risk-taking. This is pertinent to the discussion of public policy issues in Section 5.

Rationalisation and cost-cutting can be achieved in various ways. One way is to reduce the number of branches and to centralise certain services. Table 9 indicates that this process is generally less well advanced in continental Europe than elsewhere,⁵⁹) though significant

changes have taken place in both Belgium and the Netherlands. In the former case, however, branch density continues to be very high. Another possibility is to consolidate back offices, with a view to increasing efficiency, and/or outsource the provision of certain services. Such initiatives are well advanced in North America,⁶⁰) with most US and Canadian banks having outsourced all or part of their routine processes. Indeed, J. P. Morgan's recently announced "Pinnacle Alliance Arrangement" seems set to raise the possibilities here to an entirely new level.⁶¹) Table 10 provides evidence with respect to cost-cutting overall. While employment levels have come down relatively slowly from previous peaks in continental Europe, staff costs as a percentage of gross income have declined more rapidly in some countries. As noted above, labour laws in many continental European countries constitute a significant impediment to cost-cutting through the shedding of labour in the banking sector.

Another avenue for increasing profits is to develop new business orientations, implying change to the product range, the delivery systems and the organisational structure of the bank. With respect to changes in the product range, a number of continental European banks have taken aggressive steps in recent years to move into new lines of business. The problem, however, is that everyone cannot do the same thing and still hope to see an increase in profits. This is obvious where the product or service being sold is essentially a commodity, indistinguishable from company to company. However, there may also be problems with deciding to produce services which are highly customised for individual clients. Such products often involve very expensive labour

inputs (e.g. financial engineering) which squeeze profits from the side of costs. Moreover, as technology advances, even customised products may become contestable.

The difficulties faced by European banks that have moved into global investment banking have already been referred to. Asset management is another area where banks hope to extend their reach, and are well placed to do so given their still strong relationships with customers. However, it will demand the introduction and aggressive marketing of the kinds of high-yielding funds which customers seem to want, while at the same time dealing with competition from those already well entrenched in that business.⁶²⁾ Recent mergers between banks and insurance companies in Europe are a step forward in this regard, building on the recognition that the skills needed for an effective asset management business can be found within the life insurance industry. Private banking is another area where continental banks from EMU countries are trying to expand, but such customers will almost surely prefer banks with global reach. In this area, the Swiss banks are formidable competitors.⁶³⁾

There are also potential profits in redesigning delivery systems and in introducing new organisational models. With respect to the former, McKinsey's sees "the radical rationalisation of traditional branch capacity, the tailoring of remaining branches to target customer needs and the migration of sales and services to non-physical distribution channels." The essence of this new form of banking is to profit from using new technology and associated databases to offer different services in different branches to match the profile (and unstated wants) of the particular group of customers. While

alternative distribution processes are beginning to appear in European banks,⁶⁴⁾ a fundamental rethink of the role of branches does not yet appear to have begun. As for new organisational models, a currently fashionable idea is to organise the business along product lines (supported by specialised IT and compensation systems and strong sales support) so that managers' performance can be more easily evaluated.⁶⁵⁾ Reorganisations along such lines have recently been seen at some larger European banks with global pretensions, but elsewhere the traditional monolithic model continues to prevail.

A third and less welcome possibility is that continental European banks will react to strengthening competitive pressures by taking on increasingly risky business. Such phenomena have been seen regularly in many countries over many centuries⁶⁶⁾ and there are no good reasons for assuming it could not happen in Europe. The likelihood of such behaviour will be increased if banks focus excessively on the relative size of their portfolios (rather than profits) and/or have low capital ratios, conditions which might in fact apply to a number of continental banks.⁶⁷⁾ Indeed, it is already a fact that the Banking Commission in France had last year to warn a number of its largest banks to cease making loans at margins significantly below threshold levels specified by the Bank of France.⁶⁸⁾ It is also a fact that continental banks have not been immune from other forms of excessively competitive behaviour which have contributed to the huge expansion in international lending in recent years. Indeed, continental European banks already have a collective exposure to Asian borrowers which is virtually equal to the exposure of Japanese banks,⁶⁹⁾

and much greater than the exposure of North American banks. Moreover, this exposure was apparently the result of a strategic decision by many banks to “target middle Asia” in response to declining margins at home. Finally, greater risk-taking need not be confined to accepting lower-rated credits. Proprietary trading in underlying and derivative instruments also offers enormous potential for taking on market risk for those tempted to do so.⁷⁰)

Turning finally to inter-firm developments, mergers and acquisitions (M&As) tend to be driven by similar objectives to those which motivate intra-firm adjustments. There are plausible grounds for believing arguments in favour of economies of scale and scope in the provision of financial services. However, there are plausible counter-arguments as well. With respect to economies of scale, rationalising branches and back offices has obvious appeal but there may be offsetting managerial costs and complications if a firm becomes too large. Consolidating IT infrastructures might also seem to provide opportunities for reducing average fixed costs, although the premise underpinning this conclusion is that IT services are produced in-house rather than bought in, and the costs and dangers associated with managing the transition to a single IT system must also be taken into account. As for enhancing revenues, it is often contended that large amounts of capital are needed to underwrite large deals in the international investment banking business. This is true, but can only be a motivation for those few firms with global aspirations. Finally, it is sometimes argued that the capacity to offer a wider product mix will also enhance revenues and profits. Again there is an element of truth in this

argument, but it does presuppose a desire for one-stop shopping in financial services, which was questioned above. Fully exploiting these new possibilities will also demand that newly merged entities recognise all the possibilities opened up by a shared client list, which may not be easy.

In the face of conflicting theoretical arguments about the advantages of M&As, those contemplating such action might turn to the empirical literature. Unfortunately, they would find it equally inconclusive. For example, in the 66th Annual Report of the BIS (pp. 89-90) it is noted that “upgradings of new entities have far outnumbered downgradings” and the share prices of both firms have often outperformed the banking sector taken in aggregate. In contrast, the Report also notes that, in the United States at least, the share prices of bidding companies have on balance underperformed relevant stock indices, indicating that too much was paid for the purchased shares in the first place. One must also note that even a positive market response to an announced merger is no guarantee that the projected profits will actually materialise. On the basis of a sample (1984–94) of 200 banking sector acquisitions in the United States, Craig (1997) notes that there was a strong tendency for employment to subsequently rise, not fall, in both the acquiring and acquired institutions, though he makes no specific reference to the effects on profits.

It is also a fact that most of the work on M&As in banking draws on US experience. Reviewing this, Borio and Tsatsaronis⁷¹) conclude: “Unfortunately existing evidence has on balance tended to indicate that M&As are not an effective mechanism for improving the profitability

and efficiency of the companies involved.” More recently, Vander Venet⁷²⁾ has conducted two studies based on European data from 1988 to 1993 which lead him to conclude that some M&As add value while others do not. He concludes that domestic mergers of equals, as well as cross-border majority acquisitions, lead to increases in profits and efficiency. However, domestic acquisitions of “small by big” (as well as participatory arrangements) fail to do so, perhaps because the acquirers have been more focused on growth and size than on profits. Obviously, there is no reason why past errors with respect to focus would have to carry over into the future but, by the same token, there is no reason why they might not.

Whatever the evidence might indicate, there has been a sharp expansion of M&A activity in the United States in recent years (see Table 11). Moreover, there have been further significant declines in staff costs, as a proportion of operating costs, to the lowest levels recorded among the countries considered in Table 10. Even if there are not yet comprehensive studies supporting the view that the M&As contributed to this outcome, anecdotal evidence certainly does so.⁷³⁾ Moreover, a significant number of US banks have used M&As to position themselves as major super-regionals with a reasonable chance of becoming a truly national player. Indeed, many of these banks have chosen names which clearly reveal their aspirations.⁷⁴⁾ The fact that US M&As specialists are currently playing a very large role in advising European financial institutions⁷⁵⁾ implies that these US experiences (presumed successful) will not be overlooked.

In continental Europe, the trend to M&As is less well advanced although, as is indicated in Tables 11

and 12, there has recently been a sharp escalation in such activity. Moreover, consolidation has gone further in some countries than in others, being classified by Moody’s as “meaningful” in the Netherlands and Italy (commercial and savings banks) but “still behind” in Germany, France, Belgium, Spain (savings banks) and Italy (in the case of cooperative banks).⁷⁶⁾ Indeed, the same source refers to German initiatives to date as “just starting” and French efforts as “timid.” This



former judgement stands somewhat at odds with the assessment recently put forward by the Bundesbank,⁷⁷⁾ which emphasised ongoing efforts to merge a number of public sector banks, and the recently announced merger of two large private banks (Bayerische Vereinsbank and Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank) to form the second largest bank in Germany.

Consideration of recent M&As in Table 12 indicates that most of the activity has been between domestic banks. This is not surprising. First, domestic mergers normally imply the greatest scope for overlaps and associated cost-cutting. Resti (1996) has identified certain “clusters” of European banks which share such common characteristics as product mix, source of profits, recent profit experience, etc. He finds that there is a strong correspondence between these objectively identified “clusters” and national groupings. As a more practical example of the possibilities,

albeit involving a merger of equals (recall Dermine's evidence above), the management of the new United Bank of Switzerland estimates that 13,000 of 56,000 jobs worldwide will be lost, with 7,000 of those in Switzerland. This amounts to a cut of 30% in operating expenses and most analysts seem to believe it is feasible. Second, domestic mergers also avoid many of the uncertainties which seem likely to emerge whenever business is extended over international borders, whether in the form of M&As or in other ways.

Table 12 indicates that there has also been a recent but less significant trend towards M&As involving domestic banks and non-bank providers of financial services, in particular insurance companies (bancassurance). However, it is also the case that such ventures have been around for a long time, implying that there may be less (if still significant) scope for new ventures. Fortis, the Belgian-Dutch group, has combined banking and insurance for years, while ING has been doing so since the early 1990s. Among more recent examples would be the merger of Credit Suisse and Winterthur (both Swiss) and INA and Banca Nazionale del Lavoro (both Italian). One important advantage of such developments is that bank branches can be used to distribute standard insurance products much more cheaply than can be done through salespeople. Another is that banks wishing to expand their expertise in asset management can find experienced talent in the insurance business.

However, one question which arises almost immediately is whether these obvious advantages might not be better achieved through a co-operative process which is much less "heavy" than a corporate merger. Mergers of banks and insurance companies bring together people of

very different professional cultures,⁷⁸) which can prove difficult. At the very least, and this in fact seems to have been the pattern to date, M&As between big banks and small insurance companies might be favoured to avoid the broader and still thornier question of whose culture will dominate.

As implied above, cross-border M&As in banking have been still less common in continental Europe. Indeed, in the countries considered in this paper, the only significant event last year was ING's (Netherlands) takeover of Banque Bruxelles Lambert (Belgium). While there have been many rumours of other such international M&As, they have yet to materialise. Given the advantages of domestic mergers listed above, it seems likely that the principal players in such international mergers will be companies that have finished exploiting the possibilities domestically. This implies that the names of Dutch, Swiss and Swedish banks may come increasingly to the fore. Finally, and for the sake of completeness, cross-border bancassurance M&As have just begun to appear. Again, Table 12 indicates that Belgian and Dutch entities have been at the centre of these developments.

5 Conclusions and some implications for public policy

The principal hypothesis of this paper is that competition in continental European banking may be about to increase significantly. This raises many issues of public policy, only three of which are briefly mentioned here. The first has to do with efficiency in banking, the second with prudential issues (crisis prevention) and the third with crisis management.

With respect to the efficiency question, there will have to be

further consolidation in European banking. However, in some political quarters there will be strong opposition to this on the grounds that undue concentration will lead to oligopolistic behaviour. Similar concerns have recently been expressed in the face of proposed banking mergers in Canada, the United States and Australia. In evaluating such agreements, the public sector must keep clearly in mind the concept of contestability and the likelihood that excessive profits in domestic banking might quickly lead to competition from banks abroad. This would seem all the more likely in the single economic space of a united Europe.

Prudential issues are closely related to considerations of efficiency. As competition heats up, capital must be used more efficiently. This clearly involves a withdrawal of labour input and most probably some consolidation of capital within the industry as well. In some cases, capital might have to be withdrawn from the industry as a whole on the grounds that it can be employed more profitably elsewhere. Restructuring of this sort could proceed quite smoothly, but there are also reasons to fear a collective weakening of all banks with attendant risks of systemic crisis. Banks themselves, particularly larger ones, may have exaggerated views of their capacity to survive the competitive process and may stay in the fight too long. Heavy investment in technology implies that fixed costs will rise relative to variable costs, making it sensible for some firms to continue operating at a loss for even an extended period of time. Corporate governance may also be inadequate to ensure that management focuses on true restructuring, and associated increases in profits, rather than on simply increasing size or market share. A related danger, given the

difficulty of valuing credits, is that a gradual deterioration in credit quality may not be easily detected. Finally, the public sector itself may seek to impede necessary restructuring, whether for nationalistic motives, out of a concern to shelter the labour force, or to achieve other objectives. The worst-case scenario would have many banks in a weakened state "gambling for resurrection" through imprudent loans and other forms of risky business. Recent experiences in many countries and regions of the world, both industrial and emerging, show that the fiscal and macroeconomic implications of weak banking systems can be very significant and should obviously be avoided.

As cross-border financial activity expands in Europe, and as conglomerates increasingly bring together business lines which were previously separate, the task of supervising financial institutions will become more difficult. International cooperation among those supervising banks, investment dealers and insurance companies (and firms comprising all three) will become increasingly important to ensure the health of the financial system. The tendency in some national jurisdictions to consolidate all forms of supervision under one roof, normally outside the central bank, may have certain advantages in this regard but some disadvantages as well. Perhaps the greatest concern has to do with the efficacy of such arrangements given a banking or financial crisis. In such circumstances, the need for immediate and intensive cooperation between national supervisors and national central banks is obvious but it can by no means be assured. In the European monetary union, the task could be rendered more difficult by the fact that supervision remains at the national

level and the modalities of cooperation with the supranational European Central Bank remain to be clarified.

Another set of concerns arising from this competitive process has to do with the growth of large conglomerates which might all too easily be considered "too big to fail." The moral hazard problems associated with such a mentality are well known. In contrast, problems could also arise with financial firms that had grown "too big to save." Smaller countries that provided corporate headquarters for such firms could well find the fiscal costs of bailouts both daunting and inconsistent with emerging European standards for sound fiscal behaviour. In sum, if the coming transformation of the banking industry in Europe is likely to present important challenges to the private sector, it seems likely to do so for the public sector as well.



References

- Bank for International Settlements** (1998): International banking and financial market developments, February.
- Bank for International Settlements** (1996): 66th Annual Report, June.
- Barth, J. R., Nolle, D. E. and Rice, T. N.** (1996): "Commercial banking structure, regulation, and performance: an international comparison." Working Paper (draft), Office of the Comptroller of the Currency.
- Basle Committee on Banking Supervision** (1995): An internal model-based approach to market risk capital requirements. Bank for International Settlements, April.
- Berlin, M. and Mester, L. J.** (1996): "Why is the banking sector shrinking?" Working Paper No. 96-18, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Borio, C. and Tsatsaronis, C.** (1996): "Restructuring in banking: the role of mergers and acquisitions." Paper presented at the conference toward a common European banking market: national strategies and policy issues, Paolo Baffi Centre for Financial and Monetary Economics, Bocconi University, Milan, 10th May.
- Chernow** (1997): The death of the banker. New York: Vintage.
- Chrystal, A. K. and Coughlin, C. C.** (1992): "How the 1992 legislation will affect European financial services." Review, The Federal Reserve Bank of St. Louis, March/April.
- Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A. and Huizinga, H.** (1998): "How does foreign entry affect the domestic banking market?" Working Paper, World Bank (forthcoming).
- Craig, B.** (1997): "The long-run demand for labour in the banking industry." Quarterly Economic Review, The Federal Reserve Bank of Cleveland, 4th quarter, pp. 23–33.
- Crockett, A.** (1998): "A broad view: evolution of the banking industry and the regulatory response." Emerald City Bank... banking in 2010. Centre for the Study of Financial Innovation, March, pp. 7–10.
- Davis, P. E.** (1996): "The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behaviour". Reserve Bank of Australia, The future of the financial system (proceedings of a conference), Kirribilli, 8th–9th July, pp. 49–99.
- Dermine, J.** (1997): European capital markets with a single currency: an overview. Paper presented at INSEAD, Fontainebleau, September.
- Dickson, M.** (1998): "Turmoil clips Asia's wings." The Financial Times, FT 500, 22nd January, p. 8.
- Economic Research Europe Ltd.** (1996): A study of the effectiveness and impact of internal market integration on the banking and credit sector, September.
- Freedman, C. and Goodlet, C.** (1998): "The financial services sector: past changes and future prospects." Technical Report No. 82, Bank of Canada.
- Gros, D. and Lannoo, K.** (1996): "The passage to the euro." Working Party Report No. 16, Centre for European Policy Studies, December.

- Gual, J. and Neven, D.** (1993): "Deregulation of the European banking industry." *European Economy/Social Europe*, No. 3, pp. 151–183.
- House, R.** (1998): "Europe's year of the deal." *Institutional Investor*, January, pp. 5155.
- Jack, A.** (1997): "French regulator may punish banks that undercut rivals." *The Financial Times*, 1st July, p. 16.
- Jeanneau, S.** (1996): "The market for international asset-backed securities." *International banking and financial market developments*, Bank for International Settlements, November, pp. 36–46.
- Llewellyn, D. T.** (1996): "Banking in the 21st century: the transformation of an industry." Reserve Bank of Australia, *The future of the financial system* (proceedings of a conference), Kirribilli, 8th–9th July, pp. 141–179.
- Martin, P.** (1998): "What's in a name?" *The Financial Times*, 26th February, p. 12.
- McCauley, R. N. and White, W. R.** (1997): "The euro and European financial markets." Working Papers No. 41, Bank for International Settlements, May.
- McGrath, J.** (1997): "Bank reform goes only skin deep." *Euro money*, September, pp. 401–402.
- Moody's** (1998): "European banks: towards EMU and beyond." *Moody's Outlook*, January.
- Moody's Investors Service** (1997): "An outlook for the support mechanisms of German public-sector banks." Report No. 25816, August.
- Morgan Stanley Dean Witter** (1998): *The competitive edge*, 14th January.
- Organisation for Economic Co-operation and Development** (1996): "Public policy and financial market access in the global economy." *DAFFE/CMF (96) 19/REV 1*.
- Owen, J.** (1997): "A fear in the future." *The Banker*, May, pp. 28–29.
- Price Waterhouse** (1988): "The economics of 1992." *European Economy*, Brussels, No. 35, March.
- Resti, A.** (1996): "Fallen angels or money-pumps? Trying to draw a map of the main European banks." *Research Papers in Banking and Finance*, RP 96/17, Institute of European Finance.
- Rhoads, C. and Ascarelli, S.** (1998): "Branching out." *Wall Street Journal*, 8th January, pp. 1, 7.
- Stewart, A.** (1997): "Retail revolution ahead." *The Financial Times Review*, 2nd July, pp. 6–7.
- Tucker, E.** (1997): "Lift for cross-border banking." *The Financial Times*, 1st July, p. 2.
- Vander Vennet, R.** (1997): "Determinants of EU bank takeovers: a logit analysis." Working Paper No. 97/29, University of Ghent, April.
- Vander Vennet, R.** (1995): "The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions." Working Paper No. 95/07, University of Ghent, April.
- Zimmerman** (1995): "Implementing the single banking market in Europe." *Economic Review* No. 3, Federal Reserve Bank of San Francisco, pp. 35–51.

- 1 *The papers and charts that illustrate the paper have not been included for editorial reasons. For a full version of the paper see BIS Working Paper No 54, published in June 1998 (BIS web site: <http://www.bis.org>).*
- 2 *It is appropriate to begin this paper, as I did an earlier one, with a health warning. The intention is to try to provide a brief summary of some very broad trends in the European financial community. In this process, assertions will be made that do not apply at all (or only in part) to banks from particular national jurisdictions. For individual banks, broad statements may be even less applicable.*
- 3 *In this paper, unless otherwise stated, the continental European countries should be taken to refer to Austria, Belgium, France, Germany, Italy, the Netherlands and Spain. All of these countries will be members of EMU and subject in consequence to enhanced competitive pressures. Unfortunately, resource constraints did not allow consideration of the banking sectors in all prospective EMU countries. References to English-speaking countries typically imply the United Kingdom and the United States.*
- 4 *See Jeanneau (1996).*
- 5 *See Economic Research Europe Ltd. (1996).*
- 6 *The total number of branches was taken from Table 9 below.*
- 7 *Much of this can be related to losses on loans collateralised with commercial property. The value of such property fell sharply through the first half of the 1990s in many continental European countries (albeit with wide regional variations), though the implications for the profit and loss account tended to be recognised only with a lag.*
- 8 *Whether any of these gains will be sustained should there be a general market correction is of course an open question.*
- 9 *See Barth et al. (1996), Table 3.*
- 10 *See McCauley and White (1997) and the references therein.*
- 11 *Reductions in computing costs in the process of conducting "due diligence" also encourage securitisation. A further, more prosaic aspect of technology which encourages securitisation is the use of identical common forms by different financial institutions in granting credits of various sorts. This practice is now almost universal with respect to mortgages in the United States.*
- 12 *See Jeanneau (1996).*
- 13 *The Bank of America estimates that 10% of its retail customers now bank regularly on-line. In Germany, the German Centre for Information Banking estimates that 3¹/₂ million Germans are now doing at least some part of their banking on-line. This is a 60% increase from last year. See Rhoads and Ascarelli (1998).*
- 14 *The newest focus of attention in the United States is the market for computers costing less than \$ 750. Wider bandwidths to increase access speeds, cheap access to the Web via television sets and interactive TV technology will all work in the direction of increasing access to the Internet. See Stewart (1997).*
- 15 *For a fuller analysis of such issues see Chernow (1997).*
- 16 *See the discussion of new business orientations below. Perhaps of greatest relevance here, the technology can also be used to tailor packages of products to individual clients.*
- 17 *Berlin and Mester (1996) argue that multiperiod lending relationships require the availability of cheap (below market rate) deposits.*
- 18 *See Llewellyn (1996), pp. 156–157.*
- 19 *See Freedman and Goodlet (1998).*
- 20 *In Canada and the United States, department stores are increasingly being reinvented as single physical spaces where separate stores (generally associated with brand names) are grouped.*
- 21 *Most recently, a French parliamentary commission made a proposal on 8th April 1998 to transform the Caisse d'Épargne from a state-owned institution into a cooperative.*
- 22 *See Moody's Investors Service (1997).*
- 23 *For an overview of these early developments see Gual and Neven (1993) and Chrystal and Coughlin (1992).*
- 24 *This trend is not unique to Europe. As Llewellyn (1996), p. 158, notes: "... the universal trend is that public policy priorities have shifted towards enhancing banking efficiencies through competition and in the process public policy has become less protective of the banking industry."*
- 25 *A further reason why current low yields might be considered "derisory" by investors is that Europe has just come through a long period of disinflation. Through those years, both nominal and real rates have been high if generally falling. If investors also suffer from money illusion, the phenomenon of nominal rates being thought "too low" would be further strengthened.*
- 26 *In the United Kingdom, there has been almost total demutualisation of traditional building societies. In the United States a number of insurance companies have transformed themselves into private companies, the most famous of which is surely the Prudential Insurance Company. The same thing is happening in Canada.*
- 27 *To use the terminology of Davis (1996), pp. 82–85, three forms of possible corporate governance have been lacking: market control via equities (the threat of hostile takeovers); direct control via equities (current shareholders being more demanding); and market control via debt (leveraged buyouts forcing a greater concern for efficiency to ensure debt service).*
- 28 *See Dickson (1998): "Companies based in Western Europe were obliged by increased competition to consider shareholder value to a greater extent, and also to engage in merger activity." See also House (1998).*
- 29 *A famous example has been the ongoing battle between the management of the Union Bank of Switzerland and Martin Ebner's BK Vision Fund, a battle won by the latter to his considerable profit.*

- 30 See McCauley and White (1997).
- 31 If outstanding bonds of non-investment-grade firms and commercial paper outstanding on non-financial firms were to increase in Europe at the same compound rate as they did in the United States from 1980 to 1996, about one-third of European corporate loans would disappear. The increase in the issue of "below credit grade bonds" in Europe in 1997 has already been quite remarkable.
- 32 Differing tax regimes in different countries may, however, impede such consolidation.
- 33 However, it is argued in McCauley and White (1997), p. 24, that this may not currently be a significant impediment to such business; lenders can always obtain medium-term foreign funds using cross-currency basis swaps at relatively modest cost.
- 34 See Claessens et al. (1998). See also Freedman and Goodlet (1998), pp. 7–9.
- 35 See Freedman and Goodlet (1998), p. 8.
- 36 See Morgan Stanley DeanWitter (1998), p. 61: "What distinguishes [US banks] are leadership in global advisory and equity businesses, state of the art products, vast placement power, a strong US base and significant international earnings streams, and strong client relationships."
- 37 Note that Barclays and Natwest both withdrew from full-service investment banking in 1997, reflecting in part low rates of return on that business compared with retail banking. The future intentions of Deutsche Bank are also not wholly clear in light of recent developments in its North American office and the decision to fully integrate Morgan Grenfell and transfer control back to Frankfurt.
- 38 In 1997 alone the following mergers occurred: Morgan Stanley-Dean Witter, Banc One-First USA, Bankers Trust-Alex. Brown, Salomon Brothers-Travelers, and Merrill Lynch-Mercury Asset Management. In 1998 (to 14th April) we have had announcements of megamergers between: Citicorp and Travelers Group; NationsBank and Bank of America; Bank One and First Chicago.
- 39 See Gros and Lannoo (1996).
- 40 Lowell Bryan, consultant at McKinsey Corporation, quoted at a seminar, November 1997. McKinsey estimates that global profits from retail financial services will rise from \$ 350 billion in 1997 to \$ 770 billion in 2007.
- 41 See Martin (1998). It is notable that in the last few months, Morgan Stanley Dean Witter has reverted to the name Morgan Stanley and Deutsche Morgan Grenfell has become plain Deutsche Bank. Citicorp and American Express have also been actively promoting their brand identity on a global scale and the newly formed Citigroup clearly intends to do so.
- 42 For an excellent and comprehensive overview of the factors encouraging the growth of non-bank financial intermediaries and the implications of this trend, see Davis (1996).
- 43 For example, money market mutual funds in the United States offer chequing privileges and, in principle, funds can be withdrawn without delay. In a crisis, of course, this would not be possible unless such funds were given access to the central bank as lender of last resort.
- 44 Davis (1996) states that some economists believe that "all of banks' functions could be taken over by institutions such as pension funds, life insurers and mutual funds operating via securities markets" (p. 91). He then goes on to provide some counter-arguments to this extreme position, referring in particular to the banks' continuing advantage in collecting asymmetric information about small and medium-sized enterprises.
- 45 See Crockett (1998): "The threat is especially serious in those areas where marketing and flexibility of service are vital while liquidity provision is secondary."
- 46 The way in which the introduction of the euro might accelerate deregulation and the dismantling of national barriers to trade in financial services is another form of interaction dealt with in McCauley and White (1997), p. 23.
- 47 It must be admitted that another possible response would be an increase in protectionism. Indeed, Mario Monti recently warned that the increased competitive pressures arising after the introduction of the euro might have this effect. I am assuming this will not happen, but it is a very important assumption.
- 48 The number of PCs per household is much lower in Europe than in the United States as is the number of Internet hosts per 1,000 inhabitants. See OECD (1996). However, the growth rates in Europe are significantly higher.
- 49 The impetus for this can be found in Basle Committee on Banking Supervision (1995).
- 50 For a fuller documentation of these differences, see Economic Research Europe Ltd. (1996), Barth et al. (1996), Zimmerman (1995) and Chrystal and Coughlin (1992).
- 51 A particular impediment to international acquisitions is the often extremely complex corporate structure of the targeted firm and the need to buy it all. As domestic firms restructure and unbundle, international deals could become easier. This is another example of the interactive effects referred to in Section 2.3 above.
- 52 Suppose, for example, a bank in one country wished to purchase a bank in another country which had a partially owned subsidiary that was in difficulties. To know the possible effect of this on the value of the company as a whole would demand a full understanding of bankruptcy procedures, tax law, labour law, etc.
- 53 For example, in France there are the decrees of 1936 and 1937. In Italy, the constraints imposed by existing law meant that a special law was recently needed to allow the restructuring of the Banco di Napoli.
- 54 In France, for example, it is still not permitted to pay interest on sight accounts. Barclays attempted to introduce such a product but was forced to drop it and eventually withdrew from retail competition in France. France and Belgium also insist that all mortgage contracts have an early repayment clause, whereas this is not even an option in many EU countries. In France, until quite recently, banks were not allowed to open on weekends or evenings. Telephone banking was also prohibited. In the Netherlands, door-to-door selling of financial services is not allowed.

- 55 See Tucker (1997). The same article described retail banking as “the single market’s least successful sector.”
- 56 In contrast, lead managers for the underwriting of bond issues are chosen because they share the nationality of the currency being borrowed. This effect is more important than the lead underwriter and the borrower sharing the same nationality. See McCauley and White (1997), p. 8.
- 57 See Economic Research Europe Ltd. (1996).
- 58 These cross-country differentials were noted in an earlier study by Price Waterhouse (1988). It compared the prices of financial products in individual European countries with the prices charged by an average of four “low-cost” producers. By this standard, it found that prices in many countries were 25% to 30% “too high.”
- 59 The fact that the number of branches in the United States is still growing probably reflects the effects of the repeal of the McFadden Act whose purpose was to impede inter-state branch banking. Another important factor is the spread of very small branches in supermarkets across the United States.
- 60 See Freedman and Goodlet (1998), pp. 2-3, who note how widely outsourcing is used in other industries, e.g. airlines which outsource maintenance, cleaning, reservations, accounting, etc.
- 61 An “alliance” involves a set of agreements among participating companies each of which then outsources common processes to the member of the alliance that can carry it out most efficiently. This lowers costs, implies management can focus more on core business issues, and provides the potential to attract world-class talent (especially in the IT area) to run such outsourced services at very high volumes.
- 62 The new United Bank of Switzerland will have \$ 400 billion of assets under management, three times as much as Deutsche Bank.
- 63 The newly formed Credit Suisse Private Banking already has 50 offices in Switzerland and 40 more abroad covering every significant financial market. According to Morgan Stanley (1998), “In our opinion it would take competitors up to a couple of decades to replicate CSPB’s competitive edge in global private banking.”
- 64 For example, an increasing number of banks are now offering telephone banking services. On-line banking is also expanding rapidly. Supermarket branches have also begun to appear in Germany; Commerzbank has opened eight branches and has plans for 22 more. By way of comparison, however, half of all California’s bank branches are in supermarkets. See Rhoads and Ascarelli (1998).
- 65 In the limit, the product line could even be spun off as a separate company. This may sometimes be the best strategy to compete head on with unregulated providers of financial services.
- 66 As a recent example of such processes, consider what followed after US banks experienced large losses on loans to emerging markets in the early 1980s. Banks then introduced sequentially a whole host of essentially new and risky activities: a massive extension of loans for LBOs, property speculation, proprietary trading and finally loans to emerging markets again.
- 67 See McGrath (1997). Banks “gambling for resurrection” might have adequate capital given accepted accounting conventions, but insiders might well know that bad loans were inadequately taken into account in such calculations.
- 68 See Jack (1997).
- 69 BIS statistics indicate an exposure of about \$ 118 billion for each group as of June 1997 (see BIS [1998]). A somewhat different way of increasing foreign exposure has been sought by Banco Santander and Banco Bilbao Vizcaya of Spain. They have respectively invested 32% and 23% of their total equity in banks in Latin America (IBCA, July 1997).
- 70 Recall that the actual failure of Bank Herstatt was catalysed by foreign exchange losses on risky transactions prompted by losses elsewhere.
- 71 See Borio and Tsatsaronis (1996) and BIS (1996).
- 72 See VanderVennet (1995 and 1997).
- 73 For example, the Chase-Chemical merger was expected to generate \$ 1 billion of savings. The takeover of Barnett’s by Nation Bank led the latter to predict a 50% cut in costs at Barnett’s without any significant loss in revenues.
- 74 In the eastern region the dominant bank was “NationsBank”; in the central region, it was “Bank One” and in the west, it was the “Bank of America”. As noted above, each of these banks has recently been involved in a merger designed to provide “national” status.
- 75 See House (1998).
- 76 See Moody’s (1998), p. 23.
- 77 Reported by Reuters, 18th March 1998: “Buba sees bank consolidation speeding up after EMU.”
- 78 For example, risk management in the banking business is dominated by concerns about asset characteristics. The principal source of concern in the insurance business is the behaviour of liabilities.



Any supervisor wanting a (relatively) easy and quiet life must be intimidated by the transformation which is “threatening” to occur in financial industries across Europe. It promises to produce groups which will be huge and which will tax to the limits (hopefully not beyond) both the ability of management to manage them and of supervisors to supervise them.

These groups will span many countries and many financial services; the largest UK financial group currently operates in nearly 80 countries and offers almost every known financial service. Some of the winners in the competitive struggle may be the Microsofts of financial service, becoming industry leaders from seemingly nowhere, on the back of new technology and new approaches. After all, who 20 years ago would confidently have predicted that one of the fastest growing financial service companies now would be GE Capital? Who can be confident that in 20 years time financial industry leaders will not include major telecommunications or computer companies?

But, to quote from a Euromoney article of February 1998 “European banks are going to get bigger – much bigger. In the quest for a knock-out market capitalisation, Europe’s bank leaders are ready to tie the knot with the unlikeliest of partners. The coming wave of mergers involving commercial banks will put the recent consolidation of investment banks in the shade”.

I will discuss what approach the supervisor might take to all this, what may be the main determinants of just how far (and in which directions) the transformation may go, and what risks I think the supervisor should concentrate on. The subject is so big that I shall focus mainly on commercial banking; but much of

the analysis is applicable to insurance and there will be some asides on investment banking.

The supervisor’s approach

The supervisor can make his or her life a little easier in the short run by trying to discourage innovation or cross-industry/cross-border mergers. From a wider perspective (certainly from the point of view of the end-users) this is a mistake, provided first that the competition authorities are on guard and second that the supervisor is alert to the main additional risks. I have no idea whether electronic money is going to be a major force in 10 years time or, if so, which form will dominate. What I do know is that the chance for consumers to use such innovations and to choose for themselves will be reduced if firms without heavy investments in branches and traditional payments mechanisms are not allowed in to “stir up” the competition. How quickly they can do that is in significant part a function in turn of whether the national banking supervisor is willing to give them a licence on reasonable supervisory terms.

Similarly, no such development can be without significant risk. An understandable (but in my view wrong-headed) response by the supervisor would be to allow only the largest banks in to experiment in such areas, on the grounds that “they could afford the loss if it all goes wrong.” Experience from almost every industry at every stage of our development suggests that the existing largest firms are most definitely not where you look for the most exciting innovation. Rather than allowing only the largest to take part, the supervisor should be trying to widen the field and ensure that, if there are losses which are serious for the risk-taker, then the knock-on

effects on depositors and the rest of the industry are limited and that the wind-down is efficiently handled.

Interestingly, in the statutory objectives which the UK Government has said it will give the new Financial Services Authority, it has specifically included the proposition that, in carrying out our supervision, we should have explicit regard for the promotion of competition and innovation. That would be a continuation of the approach which the banking supervisors in the UK and at least a few other countries have tried to take over the years; but I believe it is still relatively unusual for such objectives to be set out in statute.

Perhaps the most challenging part for the supervisor in fulfilling such objectives comes in getting to understand the new business and thus the risks to which they give rise. A supervisor cannot do management's work for it. Nor should he or she do supervision in the form of negatives. (To continue with the electronic money example, a supervisor can never say "this chip cannot be put to fraudulent use, this Internet operation is free from the risk of fraud". But, to set an appropriate supervisory regime, he or she must try to understand the business risks involved and what the firm(s) involved have done to address them.)

The technical challenge for the supervisor is formidable and often calls for the use of skills (to take a quite different example, "rocket scientist" mathematicians to examine the risks of some new derivative product that a bank wants to launch) which are in short supply and which may be found only among the leading edge firms. Somehow, and it may for example involve the short-term hiring in of private sector talent, this problem has to be overcome. Neither of the alternatives – refusing to allow the innovation or standing

by unaware of what the real risks are – looks at all attractive.

I must add that all the old risks (post credit risk, weaknesses in internal controls etc.) are all still there as well. And they will have a field of hitherto unknown scale on which to appear!

The main drivers of change

There are some very obvious "drivers" of change and they do not need elaboration from me. An abiding one, already mentioned, is



the speed and constancy of technological development. It has been argued that, if the family car had fallen in price and improved in performance since 1946 at the same speed as the computer, the average family car would now cost US-\$ 100 and travel at the speed of light. If you think that the starting point is unfairly biased in favour of the computer, just remember that computer productivity is still rising at phenomenal pace and shows no sign of slackening! The computer – plus ever cheapening and more versatile telecommunication services – has already had a major impact on the way many financial services are provided in some countries. There is much more to come.

A second related factor is that the cost of many of these developments is huge and requires a large balance sheet plus one (preferably several) national networks through which the product can be distributed to make it pay. I talked earlier about

the giants of the industry not necessarily being the best innovators. One feature of the current situation which I think is relatively new is that many of the newcomers to the industry (whether they are computer or telephony firms, oil companies or retail stores) may be fairly new to financial services but they do have significant financial muscle.

There are clearly economies of scale in many aspects of retail banking (and the same would be true



in spades, for example, in the investment banking world; the IT support which is de rigueur for pricing and monitoring the new products in this area does not come cheap nor in a form suitable for the small player).

In at least one key respect, continental Europe has to date avoided much of the human consequences of the existence of economies of scale, because protective labour laws and national/regional sensitivities have so far prevented many mergers which would make commercial sense. Personally, I think this is a delay not a permanent turning back of the tide; the SBC/UBS merger with all its adverse consequences on immediate employment in Swiss retail banking and UK investment banking is surely the leading example of what will be an inevitable trend Europe-wide. The rate of return on much of the equity invested in financial services across Europe is very low and has been for a long time; this cannot continue and the

reaping of these economies of scale through acquisition and merger within or across borders is the most obvious way in which the “Gordian knot” of low return on equity can be tackled. Sooner or later it will happen.

Perhaps the most interesting “driver”, on which a lot has already been written by others, is the effect of EMU. We have all seen the dire predictions of the loss of revenue for banks from their foreign exchange operations and from some payments services. There is the ongoing cost of preparing for EMU, together with what is for many the rapidly escalating cost of dealing with the Year 2000 problem.

Looking slightly more deeply, it is clear that, in addition, the market environment will be thrown open to competition much more widely. A German bank will be able to lend in euro to an Italian corporate in competition with an Italian bank; and who gets the business will be decided by who has the lower cost base (especially the lower cost of funds). Who makes the most profit will eventually also be determined by who knows the client best and can therefore make the best assessment of risk in pricing the loan; here but only here the local bank may still have an advantage.

The changes here and in other markets relevant to the profitability of European banks take me far beyond what I can cover in one speech. Let me instead dwell briefly on what are the constraints on this process (other than the reactionary supervisor I have already talked about). The most obvious constraint is customer acceptance. Only a handful of banks – one thinks of Citibank and HSBC as the obvious examples – have managed to create a retail banking network across a significant number of countries. National dif-

ferences, customer suspicion and inertia and many other factors all make this rather difficult.

But we are in a world where, in a growing number of industries, it has been possible for global brand names to be established. These offer a degree of assurance as to the quality of the product, they promote the idea that customers are “in the know”/ “cool” because they buy this product. It seems to me that the barriers which have discouraged this in many financial service industries are on the point of breaking down. Who that will favour is another matter; some of the best known names will almost certainly be from outside the banking industry. (It is my guess, for example, that more non-Americans know of and have a high regard for Microsoft than non-Germans know and have a high regard for Deutsche Bank.) Equally, I guess far more people world-wide know and welcome the name of Shell than they know the name of the Netherlands’ leading bank. Whether that is turned into competition in the financial service market place is another matter. But things can move fast; 5 years ago, people would have laughed at the idea that Britain’s largest supermarkets or one of Britain’s smaller airlines would become banks; they are not laughing now.

Assessing the risks

To have any chance of success the banking supervisor has to concentrate ruthlessly on the areas of major risk. Let me pick out three things which follow from the analysis I have offered above:

The supervisor must try to understand the business strategy of the firms he supervises, challenge the firm and, where he is not satisfied, consider precautionary supervisory action (we in the UK for

example, in such a circumstance, would consider a rise in minimum capital ratios). It is not for the supervisor to make decisions for management; but, to understand the risks the group is running, the supervisor has to form a view of its business strategy. In the period up to and in the early years of EMU, that will be both particularly important and particularly challenging.

During a merger or take-over, there are real dangers of confusion over lines of responsibility, glitches in the risk management systems and so on. The period when the merger is in train and the 12-18 months immediately after require particularly close monitoring.

Many mergers don’t work. The clash of cultures – notably as between investment and retail bankers – can be devastating in their impact on the group. There may be real synergies from some of the mergers which have happened or which one suspects are in contemplation; but quite separate from the transitional problems I have mentioned above, the supervisor has to be on particular guard against the on-going culture clash in a complex group which can turn what ought to be constructive tension into destructive civil war.

Finally, all that I have said underscores – if it needs it – the importance for supervisors of ever closer co-operation across borders and across product frontiers too. The large and complex groups which are now emerging, it has been argued by some, are not supervisable by national bodies. That is certainly true if those bodies do not avail themselves of every opportunity to collaborate with their regulatory colleagues at home and abroad. ☛

Banking in EMU

The first reaction to the start of EMU was that the euro would bring bad news for European banks. The rationale for this common wisdom was clearly explained by two BIS officials at the EMU Conference held at the IMF in the spring of 1997:

“Continental European banks are about to enter a period of enhanced competition, at a time when the starting position of many such banks is not particularly strong. The rate of return continues to be relatively low in some countries (compared to the US, the UK and the restructured Scandinavian banks) and profits seem to have been trending down since the mid-1980s. Net interest margins narrow, and loan provisions have been high. Competitive pressures in the European financial industry are likely to increase significantly. Technological change is affecting the cost of both information and transactions, challenging traditional relationship banking and encouraging securitization as well as competition from non-banks. The process of financial deregulation, culminated with the Second Banking Coordination Directive, which came into effect on January 1, 1993, will encourage a heightened level of

international competition in the member countries of the EU.

What is surprising, in light of all these forces for change, is how little impact they have had to date on the structure of the European financial industry, which continues to be basically ‘national’. Banking products in many countries are still significantly overpriced relative to those supplied by low-cost providers elsewhere in Europe: one reason is that the industry has not had many years to react to recent deregulatory initiatives. With time these impediments to change should disappear. Others, however, are likely to be longer lasting. There continue to be significant differences across European countries in the legal, tax, regulatory and supervisory frameworks within which financial firms have to operate. The continuing and important role of the state in the banking business in many EU countries is also a force acting to suppress international competition.

Reflecting these realities, the ratio of bank share prices to general stock price indices has been falling in most European countries and downgradings of continental banks by rating agencies have become more common”. (McCauley and White, 1997)

Table 1

Relative performance: bank sector/local stock market

	12 months ending April 1998	5 years ending January 1997
	%	
Finland	+25.8	..
France	+21.2	- 19.1
Germany	+ 9.0	- 23.1
Italy	+34.7	- 31.4
Netherlands	+ 0.8	+ 9.3
Spain	+20.7	- 15.8
UK	+ 1.3	+133.5
Denmark	+10.4	+ 1.9
Sweden	+17.2	+ 6.3
Switzerland	+21.4	- 25.3
USA	..	+ 42.7

Source: Datastream.

A year later the picture is quite different. By May 1998 bank shares had outperformed the local market index in all EMU countries (see Table 1).

The recent performance of European bank shares has been driven by an unprecedented sequence of mergers. In Bavaria, Bayerische Hypobank and Bayerische Vereinsbank merged to create the number 4 bank in Germany. In Switzerland, UBS and SBC merged to create Europe's largest bank and the world number 6 bank by market capitalisation. In Austria, Bank Austria acquired Creditanstalt. In Spain, Banco Santander completed the acquisition of Banesto. In Italy, IMI and San Paolo merged to create the country's largest bank, slightly larger than the new bank created by another merger, namely between Cariplo and Ambroveneto. The consolidation of Italian banks brings some news almost daily, with Credito Italiano acquiring Unicredito. In the Nordic countries the year was marked by Europe's first cross-border transaction: the merger between Merita in Finland and Nordbanken in Sweden. The pace of cross-border consolidation also came to the Benelux, with the acquisition of BBL by ING. European banks also

looked beyond their own industry, with a number of transactions involving a bank and an insurer: Credit Suisse and Winterthur in Switzerland, INA and Banco di Napoli in Italy, S-E-Banken and Trygg-Hansa in Sweden. In the 15 months leading to February 1998, in the seven largest EMU countries (Austria, Belgium, France, Germany, Italy, Netherlands and Spain) the value of M&A transactions which had a bank as the target amounted to US-\$ 38.3 billion, twice the amount of the preceding 24 months. The change in the pace of M&As activity in banking was particularly striking in Germany: US-\$ 19 billion, compared to US-\$ 1 billion in the preceding 24 months.

Two factors explain the acceleration of M&A activity in the European banking industry: The example of the United States and the realisation that the size of European banks – even those that are very big in the local market – is extremely small when confronted with Euro-land.

Mergers and acquisitions have transformed the landscape of the world banking industry. In 1990 (see Table 2) the first six world banks (measured in terms of their capitalisation) were all Japanese (IBJ, Fuji,

Table 2

Top-10 world banks by market capitalisation		
1990 top ten	April 1998 top ten	market capitalisation USD billion
IBJ	BankAmerica	149
Fuji Bank	Citigroup	132
Sumimoto	Lloyds TSB	97
Dai-Ichi	HSBC	87
Tokyo-Mitsubishi	Bank One-First Chicago	68
Sanwa	UBS-SBC	65
Deutsche Bank	ING	63
Barclays	Tokyo-Mitsubishi	60
NatWest	Credit Suisse	58
JP Morgan	Chase Manhattan	56

Source: Goldman Sachs.

Sumitomo, Dai-Ichi, Tokyo-Mitsubishi and Sanwa). In 1998 only Tokyo-Mitsubishi has survived in the top-10 list, and it has fallen to number 8. Eight years ago there was only one American bank among the top-10, JP Morgan, and it was number 10: Now there are four, among them the two largest world banks, Citi-Travelers and BankAmerica. Deutsche Bank, who was the first non-Japanese bank in 1990, has disappeared from the top-10 list: Only one EMU-based bank makes it to this group, the Dutch ING.

As shown in Table 3, the individual European markets, with the exception of Germany, are much

more concentrated than the US market. If instead we consider the euro area, up to a year ago the concentration of the European banking industry was similar to that in the US: 11 and 12%, respectively. Since then, however, the picture has changed. The degree of concentration of the US banking industry is now twice that in the EMU area. This simple observation, quite independently of the factors driving the recent concentration of US banks, is what explains the change in investors' attitude. Markets expect that sooner rather than later the European banking industry will look much more like the US: this requires a lot of acquisitions.

Table 3

Market share of 5 largest banks

USA 1998		EU 1995		Japan 1995		Euroland 1998	
<i>Based on deposits in %</i>							
BankAmerica	8.1	UK	57	Tokyo-Mits.	6	Deutsche Bank	3.0
Bank One	3.9	France	47	Sumimoto	5	Crédit Agricole	2.7
First Union	3.8	Italy	29	Top 5	24.6	BNP	2.0
Chase						ABN-AMRO	1.9
Manhattan	3.3	Germany	17			Société Générale	1.8
Washington						Top 5	11.4
Mutual	2.6	Belgium	59				
Top 5	21.7	Finland	74				
Top 5 in 1997	12.0	Netherlands	81				
		Spain	49				
		Sweden	86				

Source: Goldman Sachs, Prati and Schinasi, 1997.

In reality, the concentration of the European banking industry started only in mid-1997 (see Table 4). The process differs from what happens in the US on two accounts. First, it is still very much domestic (Table 5): The number of cross-border transactions remains extremely small. Second, contrary to the US, where most acquisitions are equity-based transactions, European deals are mostly settled in cash (Table 6).

Note that what has happened differs substantially from what one expected a year or two ago. As noted

at the beginning, the first reaction to the euro was that European banks would be seriously in trouble because they were ill-equipped to service a market that would be rapidly transformed. Restructuring was the name of the game, and size was only one of the weaknesses of European banks. What has since happened in the US has changed the priorities: size, and thus acquisitions, have become the priority of European banks; restructuring is seen as the necessary follow-up, but not the first move. This explains why share prices in the industry have exploded

Table 4

Volume of bank mergers

	1992 to 1994	1995 to 1996	May 1997 to May 1998
<i>USD billion per year</i>			
Worldwide	67	153	553
North-America	..	85	392
Europe	..	35	127
of which UK	..	22	..

Source: Goldman Sachs, Prati and Schinasi, 1997.

Table 5

Bank acquisitions in Europe

	1993	1995	1997
<i>USD billion</i>			
Domestic Bank/Bank	9	24	60
Cross-border Bank/Bank	1	8	7
Bank/Non-bank	2	1	13
Non-bank/Bank	7	7	42

Source: Goldman Sachs.

long before European banks have even started to tackle seriously their long-term problems.

Eventually, when European banks will face the issue of restructuring, their asset structure will appear as one of the most critical areas. The experience of the US suggests that the balance sheets of European banks will be subject to two contemporaneous pressures. On the demand side loan demand will shrink, as firms will substitute other forms of finance for bank loans. This will be the product of a more liquid financial market, one, for instance, that will make it easier for firms to issue commercial paper. On the supply side banks themselves will shift away from lending, moving into fee-based activities which require little capital.

This will be the result of shareholders' pressure to raise the banks' ROE, and thus the need to reduce the amount of capital frozen up in lending activities.

These pressures have two implications. First, banks will try to securitize their loan book in an attempt to improve their use of capital. Goldman Sachs estimates that in 1996 the growth in the loan book of the five largest German banks used DM 1.4 million of capital in excess of that generated internally by the banks. The legal framework for securitization is being put in place – in May 1997 in Germany, a year later in Italy.

Second, banks will move away from loans changing the mix of products on offer for their clients. To some extent this is already happening: see the changing composition of the asset structure of the largest German bank, shown in Table 7:

Table 6

Use of equity in transactions

Paid 100% in Equity
(12 months ending April 1998)

% of M&A Transactions (by number)

USA	85
Europe	5

Source: Goldman Sachs.

Table 7

**The changing composition of the asset structure
of European banks: an example, Deutsche Bank**

	1994	1997
	% of total assets	
Loss	59	43
Trading assets and repos	19	39
Other assets	22	18

Source: Deutsche Bank, Income Statements.



References:

- McCauley, R. N. and White, W. R.** "The Euro and European Financial Markets" in Masson, Krueger and Turtleboom, 1997.
- Prati, A. and Schinasi G. J.** "EMU and International Capital Markets: Structural Implications and Risks" in Masson, Krueger and Turtleboom, 1997.

I Strukturwandel der Finanzindustrie in Europa

Strukturwandel ist ein permanenter Prozeß, nichts Einmaliges, er ist der Weiterentwicklung des Wirtschaftslebens immanent. Seine Geschwindigkeit ist allerdings im Zeitablauf unterschiedlich und wird von „Schocks“, von der Intensität endogener und exogener Einflußfaktoren, beeinflußt. Ohne Zweifel war die Finanzdienstleistungsindustrie in den letzten Jahren enormen Veränderungen unterzogen. Ausgegangen ist dieser Prozeß:

- von einer Liberalisierung der Zulassungsbestimmungen einerseits und international abgestimmten Aufsichtsregeln andererseits. Man erinnere sich bitte: Erst das KWG 1979 ermöglichte österreichischen Banken die Niederlassungsfreiheit im eigenen Land, und das BWG 1993 hat die Bedarfsprüfung für die Niederlassungen ausländischer Banken abgeschafft.
- von einem geänderten Nachfrageverhalten unserer Kunden. Längst nicht mehr ist das Sparbuch das Veranlagungsinstrument unserer Kunden. Aber es ist noch nicht so lange her, da hatten die Spareinlagen einen Anteil von 60% am Mittelaufkommen der österreichischen Banken. Und man erinnere sich doch an die Bedeutung des (mittlerweile längst abgeschafften) Eckzinssatzes in der wirtschaftspolitischen Diskussion. Das Sparbuch wurde vom Wertpapier abgelöst, das Wertpapier von den Investmentfonds; dies alles hat natürlich enorme Auswirkungen auf die Struktur des Finanzdienstleistungssektors.

Technische Neuerungen, neue Technologien, wie die Informationstechnologie, haben das Wirtschaftsleben revolutioniert. Wie viele PC

gab es vor 10 Jahren? Unsere Kunden sind heute via elektronische Medien verbunden. Der Zahlungsverkehr zwischen Bank und Kunden wird heute schon, was den Kommerzbereich betrifft, fast papierlos abgewickelt, und immer mehr Kunden sind mit ihrer Bank „on line“ verbunden. Wir in der Bank Austria hatten letztes Jahr 7,6 Mio Transaktionen im Bereich Electronic Banking. Aber damit ist die Entwicklung nicht stehen geblieben. E-Money und Internetbanking sind die neuen Stichworte.

Als neues Großereignis in der Bankenwelt haben wir nun die einheitliche europäische Währung. Die Frage ist, inwieweit die Einführung der einheitlichen europäischen Währung eine Änderung oder Verstärkung bestehender struktureller Trends bewirkt und inwieweit sie selbst neue Trends auslöst.

Lassen sie mich die Auswirkungen des Euro stichwortartig auf folgende einzelne Bereiche des Finanzdienstleistungssektors beschreiben:

- Bankenstruktur: Größe, Mergers;
- Kapitalmarkt: Bond- und Aktienmärkte, Strukturverschiebungen und Sekuritisation;
- Investmentbanking;
- Vermögensverwaltung und
- neue Techniken und Vertrieb (E-Money, E-Commerc).

2 Bankenstruktur

Wir hatten in den letzten Jahren eine Flut von Mergers, und nicht nur im Bereich der Banken, sondern auch in anderen Finanzdienstleistungsbereichen wie z. B. Asset Management. Es gab spektakuläre Deals wie jene zwischen UBS und SBC, aber auch z. B. zwischen Merrill Lynch und Mercure Asset Management.

Wenn man sich die Mergers der letzten Jahre vor Augen führt, so

erhält man den Eindruck, daß nur mehr die ganz Großen überleben werden. Ich glaube, daß jene überleben werden, die ihr Marktsegment genau definieren und kennen.

Global player

Will man als Universalbank „global player“ sein, so reichen die bisherigen Größenverhältnisse nicht mehr aus. Dabei geht es nicht so sehr um das bilanzsummenwirksame Geschäft, sondern vielmehr um Investmentbanking und Asset Management (ich komme später darauf zurück).

Strukturdaten

Wir haben im Euro-Raum (EU) ca. 7.500 (8.500) Institute und 171.000 (193.000) Filialen. Die Zahl der Institute hat sich in den letzten 10 Jahren verringert, nicht jedoch die Zahl der Bankstellen. Das heißt, im Vertrieb bzw. in der teuersten Form des Vertriebs, nämlich

dem Filialbankensystem, steht uns der Strukturwandel noch bevor.

Mergers

Bei den Banken selbst erleben wir in den letzten Jahren eine wahre „Mergermania“. Jumbo Deals, wie UBS und SBC oder Citi-Corp und Travellers etc., füllen die Schlagzeilen der Zeitungen. Dabei sind es nicht nur Ehen zwischen Banken, sondern auch zwischen Banken und anderen Finanzdienstleistern, wie Kartenanbietern, Asset Management Fonds usw.

In Summe betrug das Volumen dieser großen Mergers in den letzten Jahren mit Ende 1997 1.600 Mrd US-\$ (noch ohne die Jumbo-Mergers der letzten Monate in den USA). Aber wir brauchen uns ja nur in unserem eigenen Land umzusehen. Wer sich 1990 mit der österreichischen Bankenlandschaft auseinandergesetzt hat, wird diese

Marktanteil der Top-Banken im Euro-Raum

	Land	Zuhause	Euro-Raum
		Marktanteil in %	
Deutsche Bank	D	12	3,8
Crédit Agricole	F	15	3,8
Bayrische Vereinsbank/Hypo	D	10	3,2
BG Berlin + Nord LB	D	7	2,4
Dresdner	D	7	2,4
BNP	F	9	2,4
ABN Amro	NL	34	2,3
SG	F	9	2,3
Crédit Lyonnais	F	8	2,1
West LB	D	6	2,0
ING + BBL	NL	29	1,9
Paribas	F	8	1,9
Commerzbank	D	6	1,9
Caisse d'Épargne	F	6	1,5
Bayrische Landesbank	D	5	1,5
Dexia	F/B	6	1,4
DG Bank	D	4	1,4
Rabobank	NL	19	1,3
Generale B.	B	19	1,2
San Paolo	I	10	1,0
Cariplo/Ambroveneto	I	10	1,1
Kredietbank + CERA	B	17	1,0
KA für Wiederaufbau	D	3	1,0
Banco Santander	E	15	1,0
Banca di Roma	I	9	0,9
Südwest LB	D	3	0,9
BA Gruppe	A	25	0,9

Quelle: Bank Austria.

Mergers

Banken/Versicherungen/Investmentfonds

	Zeitpunkt	Mergers in Mrd US-\$
Deutsche Bank/Morgan Grenfell	November 1989	1,4
Franklin/Templeton	August 1992	0,9
SBC/Brinson Partners	August 1994	0,8
ING/Barings	März 1995	-1,4
Commerzbank/Jupiter Tyndall	April 1995	0,3
Zurich Insurance/Kemper	April 1995	2,0
SBC/Warburg	Mai 1995	1,4
Dresdner/Kleinwort Benson	Juni 1995	1,6
Barclays Bank/Wells Fargo Nikko	Juni 1995	0,4
Nat West/Gartmore	Februar 1996	0,7
Morgan Stanley/Van Kampen American Capital	Juni 1996	0,8
Nat West/Greenwich Capital Holdings	Juni 1996	0,6
Franklin Templeton/Mutual Series	Juni 1996	6,1
AXA/Union des Assurances de Paris	November 1996	7,8
Invesco/AIM Management Group	November 1996	1,6
Morgan Stanley/Dean Witter Discover	Februar 1997	10,0
Nations Bank/Montgomery Securities	Juli 1997	1,2
J. P. Morgan/American Century	August 1997	0,9
Merill Lynch/MAM	1997	39,9

Die größten Deals 1997

Wert in Mrd \$

UBS/SBG	298
Vereinsbank/Hypobank	145
Credit Suisse/Winterthur	116
ING/BBL	63
Paribas/Comagnie Bancaire	54
Merita/Nordbanken	50
Ambroveneto/Cariplo	48
Bank Austria/CA	18

Quelle: Bank Austria.

heute nicht mehr wiedererkennen. Von den 4 größten Banken des Jahres 1990 waren in den Folgejahren alle in Übernahmen bzw. Fusionen involviert.

Was sind die Faktoren, die diese Veränderungen im Bankensystem herbeiführten bzw. ermöglichten?

Neben den generellen Liberalisierungsschritten, die eine Globalisierung des Sektors erst ermöglichten, sind es die neuen Informationstechnologien, aber auch die Verschiebung der Angebots- und Nachfragestrukturen auf den Kapitalmärkten.

3 Faktoren der Veränderung im Bankensystem

3.1 Informationstechnologien

Die neuen Informationstechnologien sind sicherlich die treibenden Faktoren, die zu grundlegenden Änderungen im Finanzdienstleistungssektor führen.

Die technologischen Entwicklungen in diesem Feld haben ihre Auswirkungen sowohl in der bank-internen Erstellung von Dienstleistungen und den organisatorischen Abläufen als auch in der Außenwirkung gegenüber dem Kunden (i. e. den Vertriebswegen).

Die neuen Informationstechniken sind der Auslöser hinsichtlich Produktivitätssteigerungen, und zwar insbesondere in jenen Segmenten, die sich auf die Massenabwicklung bestimmter Dienstleistungen beziehen.

Um eine Vorstellung von den möglichen Produktivitätssteigerungen und Kosteneinsparungen zu bekommen, führe ich drei Zahlen aus einer Studie für den US-Markt an: Die durchschnittliche Kosten-Ertrags-Relation der US-Banken liegt bei 60%; die vergleichbare

Zahl für Direktbanken wird auf 35% geschätzt und für Internetbanking auf 15%. Weitere Kommentare dazu sind überflüssig.

Die qualitativen Änderungen, die die neuen Informationstechnologien bewirken (i. e. Speichern von Informationen, Übermitteln von Informationen – z. B. Internet –, die elektronische Datenverarbeitung und Selektion), wirken sich gerade im Bankensektor besonders stark aus, da das Bankgeschäft traditionell sowohl datenintensiv als auch datenabhängig ist.

Eine der offensichtlichsten, aber auch weitreichendsten Auswirkungen der neuen Informationstechniken ist das Electronic Banking in all seinen Ausprägungen.

Electronic Banking

Die breite Akzeptanz von Electronic Banking wird in Zukunft von zwei Faktoren abhängen:

- Datensicherheit und die Gewährleistung des Bankgeheimnisses;
- inwieweit elektronisches Geld von einer breiten Kundenschicht akzeptiert wird, denn bisher fehlt dem Electronic Banking der Zugang zum Verteilernetz für Bargeld; diese Lücke könnte Electronic Money schließen.

Wir sind heute im Electronic Banking an einem Punkt angelangt, wo man eigentlich bereits alle klassischen Retailprodukte anbietet: Einlagen, Zahlungsverkehrsprodukte, Kreditkarten, Wertpapierhandel plus Settlement. Was Electronic Banking „pur“ allerdings nicht anbieten kann, außer natürlich es wird als Zusatzdienstleistung von einer traditionellen Bank angeboten, ist der Zugang zu Bargeld. Dies war bisher sicherlich eine Zugangsbarriere zu diesem Markt, da der Aufbau und das Zurverfügung-Stellen eines Bargeldverteilungssystems kostspielig ist.

E-Money, das heißt die Akzeptanz durch eine breite Kundenschicht, könnte hier das Missing Link sein. Denn wenn Sie ihre Karten elektronisch (zu Hause) aufladen können, dann können faktisch alle Geldtransaktionen über das Electronic-Banking-System ausgeführt werden.

Die Konsequenzen für das traditionelle Vertriebsbankensystem können schlagwortartig wie folgt umrissen werden:

- Die Einstiegskosten für Newcomer sind gering (kein kostenintensiver Aufbau eines Filialnetzes notwendig), ebenso die Ausstiegskosten. Da gleichzeitig die Produktionskosten niedriger sind als im Filialbankenbetrieb, haben neue Marktteilnehmer massive Kostenvorteile.
- Traditionelle Banken haben zudem das Problem, ihr Filialnetz zu akzeptablen Ausstiegskosten zu reduzieren bzw. das in der erforderlichen Geschwindigkeit zu tun.
- Überkapazitäten im Filialnetz und als Konsequenz Überkapazitäten in der Beschäftigtenanzahl bei gleichzeitig „suboptimaler“ Qualifikationsstruktur. Es wird die strategische Herausforderung der nächsten Jahre sein, diese möglichst schnell abzubauen.
- „Kannibalisierung“: Traditionelles Filialbankensystem und Electronic Banking in einem Konzern führt zu Konkurrenz innerhalb einer Gruppe um dieselben Kundensegmente. Dieser Widerspruch ist vom Management dann kaum zu lösen, wenn es Konkurrenten (niedrige Eintrittsbarrieren) ohne Filialnetz gibt.
- Sinken der Kundenloyalität: Da die persönliche Beratungskomponente fehlt, sinkt die Kunden-

loyalität. Da Electronic Banking faktisch für alle traditionellen Privatkundengeschäfte tauglich ist, gilt das für alle Produktbereiche.

Am Vorabend des gemeinsamen Währungsraums müssen wir uns aber auch im klaren sein, daß durch den Wegfall der „Marktbarriere Fremdwährung“ im Retailbanking und die Schaffung eines großen Währungsraums mit 290 Mio Einwohnern, der Einstieg ins Retail-Geschäft für Newcomer besonders



attraktiv ist. Denn solange die Fragmentierung in einzelnen Währungsräumen bestand, machte es z. B. für einen Privatkunden wenig Sinn, ein freies D-Mark-Konto bei der Citibank in Frankfurt zu führen, wenn seine täglichen Transaktionen in Schilling abgewickelt werden. Mit der Einführung des Euro vervielfacht sich aber von einem Tag auf den anderen der Markt für Electronic-Banking-Anbieter.

3.2 Kapitalmarkt, Asset Management, Investmentfonds

Die Bilanzsumme der Banken ist in den neunziger Jahren kaum schneller

als das BIP gewachsen, sodaß der Intermediationsgrad, gemessen als Bilanzsumme in % des BIP, mit ca. 200% in etwa konstant blieb. Weit überdurchschnittlich sind jedoch die von den Investmentfonds verwalteten Aktiva gewachsen (in Österreich 1990 von 8 auf 23% des BIP bzw. von 152,8 auf 567,4 Mrd S im Jahr 1997).

Kapitalmärkte

- Wenn es um die Kapitalmärkte geht, um welche Volumina handelt es sich dabei? Die Börsenkapitalisierung betrug mit Jänner 1998 in der Triade (EU, USA, Japan) 16.800 Mrd US-\$, wovon 5.400 Mrd US-\$ auf die EU entfallen (was wieder 67% des EU-BIP entspricht). Der Anleihenmarkt hat in der EU ein Volumen von 7.800 Mrd US-\$, in den USA von 12.100 Mrd US-\$.
- Die Banken haben in den letzten 10 Jahren eine Verschiebung der Nachfrage von Einlagen und Krediten zu Wertpapieren gehabt. Die Konsequenz für die Bankbilanz war aktivseitig eine Verschiebung von Krediten zu Wertpapieren (Securitization), passivseitig von Einlagen zu eigenen Emissionen sowie in der G+V eine Verringerung der Nettozinsmargen, eine Steigerung des Nichtzinsertrags und steigende Provisionserträge.
- Die geänderte Veranlagungspräferenz der Kunden, aber auch

Rentenmarkt zu Ende 1997

	Euro-Land	EU	USA
<i>Bestand in Mrd US-\$</i>			
Staatsanleihen	3.400	4.300	7.400
Unternehmensanleihen	2.800	3.500	4.700
Anleihen insgesamt	6.200	7.800	12.100

Quelle: Bank Austria.

das zunehmende Bedürfnis nach eigener Pensionsvorsorge hat zu einem weltweiten Boom bei den Investmentfonds geführt. In den letzten Jahren (Daten von 1992 bis 1996) hatten die Investmentfonds weltweit ein Wachstum von fast 20% aufzuweisen, in den meisten europäischen Ländern lag der Wert sogar über 20%. In Österreich beträgt das Volumen derzeit 567 Mrd S, das ist seit 1990 eine Steigerung um 271%.

Für Europa möchte ich das Marktumfeld in den nächsten Jahren wie folgt skizzieren:

- Die einheitliche Währung schafft einen großen liquiden Kapitalmarkt. Er wird zu einem hohen Grad ein einheitlicher Kapitalmarkt sein, auch wenn (zumindest 1999) gewisse nationale Eigenheiten, wie unterschiedliche Besteuerung von Kapitalerträgen, aber auch unterschiedliche Besteuerung verschiedener Produkte und Produktgruppen, weiter bestehen bleiben.
- Dieser einheitliche Kapitalmarkt bewirkt aber auch Veränderungen auf der Nachfrage- und Angebotsseite, die sich in geänderten Wettbewerbsverhältnissen und geänderten Markt- und Machtstrukturen niederschlagen. Lokale bzw. individuelle Marktteilnehmer werden ihre Nischen verlieren.
- Dies führt zu einem steigenden Wettbewerb zwischen Banken, Brokern, Versicherungen, Vermögensverwaltern, Pensionsfonds und Börsen.
- Mit und ohne Euro wird die Entwicklung des Kapitalmarktes auf der Nachfrageseite von nachhaltigen Strukturänderungen überlagert sein. Notwendige Eigenvorsorge für die Pension und eine höhere Ertragssensibilität der Kunden lassen das Asset Management und Investmentfondsgeschäft zum Wachstumssegment der Finanzdienstleistungen werden.
- Die Intermediationsfunktion der Banken ändert sich damit. Die Einlage wird nicht mehr (nur) vom eigenen Wertpapier abgelöst, sondern der Kunde kauft gebündelte Anlagen (i. e. Fonds, die wiederum aus eigenen und fremden Assets bestehen können). Gleiches gilt aus Performance- und Risikostreuungsgründen auch für das Risikoportefeuille.
- Auf der anderen Seite sind Filialbanken mit ihrem großen Vertriebsnetz für Investmentfonds Vertriebswege, an denen sie nicht vorbeikommen.
- Der Euro wird aber auch auf die Portfoliozusammensetzung der Fonds seine Auswirkungen haben. Derzeit ist es so, daß in vielen Ländern Europas (Deutschland, Frankreich, Österreich) die Veranlagungsstruktur sehr „bondlastig“ ist, und zwar insbesondere die risikolosen Staatspapiere. Durch den Wegfall des Währungsrisikos wird es hier zu einer Differenzierung der Portfolios kommen.

Portfolioumschichtungen

- Nationale Portfolios werden auf europäische Portfolios umgeschichtet. So sind z. B. Pensionsfonds in einem sehr hohen Grad derzeit auf nationale festverzinsliche Wertpapiere ausgerichtet. Durch den Wegfall des Fremdwährungsrisikos kommt es zu einer breiteren Streuung, das heißt, die nationale Basis in der „asset allocation“ wird von der paneuropäischen Basis abgelöst.
- Restrukturierung der Portfolios von Länderstrukturen zu Bran-

chenstrukturen bzw. von Government Bonds zu Corporate Bonds: Bei gegebener Risikoneigung von Investoren kann durch den Wegfall des Währungsrisikos ein freiwerdender Risikoanteil für höher verzinsten Veranlagungen genutzt werden und damit (bei gegebenem Gesamtrisiko) ein höherer Ertrag erwirtschaftet werden.

- Ein zunehmender Markt für Corporate Bonds verstärkt den Desintermediationsprozeß bei Banken (Wertpapier statt Kredite), der wiederum für Securitization genutzt werden muß. In Europa wird es zu einer Entwicklung von Kreditindizes kommen, die als Basis für diesen Prozeß dienen. Die Entwicklung solcher Indizes ist um so wichtiger, wenn das Kreditportfolio der Banken aus nicht börsenfähigen und damit nicht publikationspflichtigen Firmen besteht.

Der Euro wird aber auch neue Anbieter im Fondsgeschäft locken:

- Europa gilt derzeit für große amerikanische, aber auch für britische Anbieter als schwieriger Markt; wegen des Fremdwährungsrisikos hohe nationale Ausrichtung. In den letzten Jahren hat nicht zuletzt wegen niedriger Zinsen im festverzinslichen Bereich eine stärkere Diversifizierung stattgefunden, und britische Anbieter haben zunehmend Managementmandate in Kontinentaleuropa gewonnen.
- Die einheitliche europäische Währung wird den europäischen Markt für größere internationale Anbieter attraktiver machen, da die Segmentierung – zumindest teilweise – fällt. Das bedeutet Konkurrenz für die kleineren Fonds nationaler Banken, die dann mit der Performance der internationalen Anbieter mit

ihrer größeren Diversifizierung konkurrenzieren müssen.

- Der Grund, weshalb beim Fondsmanagement die Größe ein entscheidender Faktor sein kann, liegt in der Tatsache, daß im Fondsgeschäft fast zu Nullkosten neue Produkte kreiert werden können. Eine große Fondsgesellschaft hat z. B. einen lateinamerikanischen Aktienfonds sowie einen US-Aktienfonds, beide verwaltet in New York, einen asiatischen Aktienfonds, verwaltet in Hongkong, usw. Sie gründet einen Global Fonds in Luxemburg, kauft für diesen aus den bestehenden Fonds und vertreibt via Luxemburg einen Global Equity Fonds.

Das heißt, durch die Neugruppierung bestehender Fonds entstehen „neue“ Fonds, und es gelingt damit etwas, wovon andere Industrien bisher immer nur geträumt haben: geographisch unabhängig neue Produkte zu schaffen und zu vertreiben, ohne Kosten zu erhöhen.

Die zunehmende Bedeutung von Größe im Fondsmanagement bei gleichzeitiger Schaffung eines einheitlichen Marktes, wo die Währungsbarrieren als Schutz für nationale Anbieter entfällt, wird zu einer Strukturbereinigung bei den Investmentfonds – die zumindest in Kontinentaleuropa meist Banken gehören – führen.

Die Zahl der Mergers zwischen Banken, Versicherungen und Investmentfonds sprechen eine deutliche Sprache.

4 Internationale Positionierung des Euro

Die Euro-Fakturierungen mit Beginn der WWU¹⁾ werden ca. 20 bis 25% (US-\$ 60%) des Welthandels betragen. Da die EU der wichtigste Handelspartner in Osteuropa ist und zunehmend in Asien an Gewicht

1) Achtung: Da der EU-Handel monetär zum Binnenhandel wird, reduziert sich der Welthandel um ca. ein Viertel.

Wertpapiermarkt 1997

	Euro-Land	EU-15	USA
Aktien	5.417	2.899	8.492
Bonds	7.800	6.240	12.100
Government Bonds (T-bonds + T-bills)	4.300	3.440	7.400
Corporate Bonds	3.500	2.800	4.300

Quelle: Bank Austria.

gewinnt, kann damit gerechnet werden, daß der Euro mittelfristig 30 bis 35% Fakturierungsanteil am Welt-handel haben wird.

Euro als Anlage- und Emissionswährung

Der US-Dollar dominiert bei internationalen Anleihen als Anlage- und Emissionswährung. Der Rentenmarkt ist halb so groß wie der in US-Dollar.

Ausstehende internationale Anleihen 1996:

- 38% US-Dollar,
- 35% EU-Währungen,
- 16% Yen,
- 11% restliche Währungen.

Die Diversifizierung durch Wegfall des Fremdwährungsrisikos seitens der Anleger (Fonds) und das dadurch auch freie Risikopotential lassen gute Marktbedingungen für den Corporate-Bond-Markt erwarten. Das sollte den Unternehmensfinanzierungen über die Kapitalmärkte einen deutlichen Schub verleihen.

Euro als Reservewährung

Die Währungszusammensetzungen der Devisenreserven der Welt sehen folgendermaßen aus: Rund 60% sind in US-Dollar ausgelegt, auf die EU-Währungen (ohne britisches Pfund) werden ca. 15% entfallen.

Der Euro wird für eine Reihe von Ländern die Rolle des Wech-

selkursankers darstellen, insbesondere für die osteuropäischen Zentralbanken im Hinblick auf die bevorstehende Osterweiterung.

Es ist daher zu erwarten, daß der Anteil des Euro an den Weltdevisenreserven auf 30 bis 35% steigen wird. Und schließlich gehen wir davon aus, daß mittelfristig 30 bis 40% der weltweiten Finanzaktiva auf Euro lauten werden.

Für den Reservebedarf ist das Importvolumen ein wichtiger Maßstab. Durch den monetär einheitlichen Wirtschaftsraum wird der Reservebedarf der WWU-Länder erheblich zurückgehen.

Der theoretische Reservebedarf des ESZB (Basis: 1,5 Monate Importdeckung ohne Intra-EU-Handel) liegt bei ca. 100 bis 110 Mrd US-\$. Die WWU (11 Länder) hält jedoch Reserven im Gegenwert von 310 Mrd US-\$, wobei ca. 200 Mrd US-\$ auf Nicht-WWU-Währungen und Sonderziehungsrechte entfallen. Daraus ergibt sich ein potentieller Reserveüberhang von 100 Mrd US-\$.



Offizielle Devisenreserven 1996

in Mrd US-\$

Industrieländer	721,4
davon: EU-15	402,2
EU-11	311,6
Entwicklungsländer	760,5
Welt	1.482,0

Quelle: IMF.

Wenn man die von meinen Vorrednern formulierten Anforderungen voll auf Österreich überträgt, werden die Möglichkeiten, die sich durch Mergers – durch Fusionen – ergeben, doch relativ beschränkt. Ich glaube, wir sollten uns in diesem Zusammenhang die Frage stellen: Wird es durch die Einführung des Euro zu einer Beschleunigung dieser Anforderungen an die Banken in kleinen Ländern kommen?

Meiner Meinung nach ganz bestimmt. Österreich steht da mit sei-



ner Problematik nicht allein. Ersparen Sie mir bitte eine ausführliche Qualifizierung des österreichischen Bankwesens. Es ist, wenn man es mit den Bankwesen in anderen europäischen Ländern vergleicht, bei weitem nicht so schlecht, wie man vielleicht glaubt. Viele unserer europäischen Kollegen – auch die deutschen – haben durchaus ähnliche Probleme. Manche Probleme sind bei uns aber stärker ausgeprägt.

Die Frage, die man sich stellen sollte: Wird es – wenn das, was meine Vorredner gesagt haben, stimmt – in 10 oder 15 Jahren in den kleinen europäischen Ländern überhaupt noch eigenständige Banken geben? Wird es noch finnische, schwedische, dänische, belgische, portugiesische, irische oder österreichische Banken geben? Oder werden sie dann allesamt durch Cross Border Mergers aufgefressen worden sein?

Ein sehr einfacher Weg, dem Aufgefressenwerden zu entgehen ist,

daß man dem Shareholder-Value-Konzept entgeht. Das geht am besten, indem man keine Shareholders hat, die Value wollen. Das ist nicht nur in Österreich, sondern auch in anderen Ländern in einem relativ breiten Ausmaß der Fall. Neben mir sitzt Kollege Samstag von der Bank Austria, der das einzige andere Institut in diesem Land vertritt, das dem Hammerschlag dieses fürchterlichen Wortes auch wirklich ausgesetzt ist.

Eines der Probleme des österreichischen Bankwesens liegt darin begründet, daß wir – also die Erste Bank und die Bank Austria – derzeit gemeinsam etwa 35% Marktanteil in Österreich halten und die restlichen 65% sich auf privatwirtschaftlich oder nichtprivatwirtschaftlich organisierte Bankinstitute verteilen, die dem Shareholder-Value-Konzept nicht ausgesetzt sind. Das heißt aber nicht, daß sie in manchen Ratios nicht besser liegen als diejenigen, die dem Shareholder-Value-Konzept ausgesetzt sind.

Besonders hervorzuhebendes Beispiel ist die gewerkschaftseigene BAWAG, die aufgrund der Tatsache, daß sie die geringsten Löhne zahlt, die beste Cost Income Ratio aller österreichischen Großbanken aufweist.

Die Situation in Österreich ist allerdings auch besser als z. B. in Deutschland, wo der öffentlich-rechtliche Anteil fast ähnlich groß ist wie in Österreich, aber es zu einer wesentlich geringeren Konzentration im Bankwesen gekommen ist. Die Deutsche Bank – immer noch eine der größten 20 Banken der Welt und ich glaube, ungefähr so groß wie oder noch größer als das österreichische Bankwesen insgesamt – hat in Deutschland einen Marktanteil von etwa 6%, das ist die Hälfte des Marktanteils von uns, der zweitgrößten Bank in Österreich. Der Konzentrationsprozeß in unserem

Nachbarland wird wesentlich intensiver werden.

Wenn wir jetzt auf die Problematik der kleinen Länder zurückkommen:

Was sind unsere Möglichkeiten? Wir können es so machen, oder wir können es so machen, wir können noch den Kollegen Rottensteiner dazu einladen, wir können auch den Kollegen Elsner dazu einladen, weiß Gott, was mit der P.S.K. passieren wird im nächsten Jahr, da produzieren wir ja Gott sei Dank noch einmal 2.400 Bankfilialen, um dem österreichischen Bankwesen zu helfen.

Wir können uns alle glücklich unter dem Shareholder-Value-Konzept in Merger-Aktivitäten begeben. Die österreichischen Konsumenten werden sich freuen: Es wird nur mehr eine Bank in Österreich geben, und die wird dann irgendwo an der 97. Stelle in der Welt firmieren. Für uns Bankmanager wird es wahrscheinlich ganz gemütlich werden, und wir werden dann wahrscheinlich Golf spielen oder wie auch immer. Das kann nicht die Lösung für unsere Probleme sein, das gibt der Markt nicht her.

Die Situation ist für die einzelnen europäischen Länder unterschiedlich, und ich werde versuchen, das kurz darzustellen.

Meiner Meinung nach befinden sich die Portugiesen in der schwierigsten Situation. Sie liegen in einer Ecke Europas und sind völlig von Spanien eingekreist, haben aber zum Teil enorm interessante Banken. Wenn wir das Shareholder-Value-Konzept anschauen, so gibt es außer der Möglichkeit, keine Shareholder zu haben, noch drei andere Möglichkeiten, um Merger-Möglichkeiten entweder positiv oder negativ zu sehen: Erstens, man ist so schlecht, daß einen niemand kaufen will. Diesen Fall möchte und sollte man

auch möglichst vermeiden. Zweitens, man ist so groß, daß einen niemand kaufen kann, dieser Fall tritt in den kleinen Ländern nicht auf. Drittens, man ist so teuer, daß einen niemand kaufen will, und das ist in Wirklichkeit die Möglichkeit, die man anstreben sollte, wenn man selbständig bleiben will.

Manche der portugiesischen Banken sind schon relativ teuer, werden meiner Meinung nach aber trotzdem von der größeren Hälfte der iberischen Halbinsel über kurz oder lang geschluckt werden.

Im skandinavischen Raum haben wir eine ähnlich problematische Situation wie bei uns in Österreich: Es besteht allerdings zumindest die Möglichkeit der „cross border mergers among equals“. Viele der skandinavischen Banken sind in einer ähnlichen Größenordnung, haben aber viel mehr Affinität als wir mit unseren Nachbarn. Das, was sich zwischen Finnland und Schweden abgespielt hat, ist ein Zeichen in eine Richtung, die für diese Region relevant ist, aber ich glaube nicht für uns.

Ich glaube, daß eine der Rettungen des belgischen Bankwesens die Schwäche und auch die Eigentümerstruktur der großen französischen Banken ist. Wir werden sehen, wie sich die Achse Frankreich-Belgien-Holland entwickeln wird.

Das kleine Land Österreich ist in einer einzigartigen Situation: Es ist im Westen von Banken umringt, wo Cross-Border-Transaktionen among Equals nicht möglich sind. Bei allem Respekt für unsere großen Kollegen von der Bank Austria, aber die beiden verbliebenen Schweizer Banken sind ebensowenig Equals wie die in Frage kommenden bayrischen Banken; sie sind entweder „under equals“ oder „over equals“.

Bei allem Respekt vor unseren italienischen Kollegen: Ich sehe Cross Border Mergers zwischen Öster-

reich und Italien weder in diesem noch im nächsten Jahrtausend. Aber vielleicht irre ich mich da, vielleicht wird die Entwicklung sehr viel rasanter vor sich gehen als ich glaube.

Bleibt für uns Österreicher der Osten. Und der Osten ist unter Umständen für uns eine wirkliche Möglichkeit, unseren Heimmarkt zu erweitern. Das ist die Chance für die österreichischen Banken, einen Home Market zu gewinnen, der in irgendeiner Form Technologieinvestitionen zuläßt, die den Verlust der völligen Selbständigkeit zumindest über die Lebensdauer der hier in diesem Raum Anwesenden hinaus zusichern kann.

Das ist für uns auch eine einzigartige Position, und deswegen ist es mir unverständlich, daß nicht aus dem Bankwesen stärkere Töne in Richtung EU-Erweiterung im Osten kommen. Die EU-Erweiterung ist eine ganz enorme Chance für Österreich.

Ich glaube an die äußerst intensiven und wirklich sehr, sehr präzisen und zum Teil furchterregenden Statements meiner Vorredner. Die Statements sind für mich deshalb so furchterregend, weil sie alle stimmen und wir in einer Zeit leben, in der Sachen passieren, die wir vor vielen Jahren für unmöglich gehalten hätten.

Ich hätte es zum Beispiel vor Jahren nicht für möglich gehalten, daß die UBS mit der SBC zusammengeht. Ich hätte es für unmöglich gehalten, daß Credit Suisse Winterthur kauft und City und Travellers zusammengehen. Ich hätte den Zusammenschluß der Bank Austria mit der Creditanstalt für denkunmöglich gehalten, und das einzige, was diesen Zusammenschluß noch übertrifft, ist der Kauf von Rolls-Royce durch Volkswagen.

Wir müssen uns darauf einstellen, daß in Zukunft noch sehr

viele unmögliche Sachen passieren werden. In diesem Sinn werden wir zumindest in den nächsten Jahren sehr viel Spaß haben. Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit. 

ADOLF WALA^{*)}
GENERALDIREKTOR
DER
OESTERREICHISCHEN
NATIONALBANK



^{*)} Seit 1. September 1998
Präsident der Oesterreichischen
Nationalbank

Resümee und Schlußwort

Sehr geehrte Damen und Herren!

Ich möchte abschließend die Ergebnisse der 26. Volkswirtschaftlichen Tagung aus meiner Sicht kurz zusammenfassen.

Die Währungsunion ist Realität, alle entscheidenden Beschlüsse sind – wenn auch nach hartem Ringen – gefaßt; der Euro-Zug ist nicht mehr zu stoppen. Der Euro ist – wie ich zunehmend feststellen kann – ins Bewußtsein der österreichischen Bevölkerung getreten. Die Menschen



setzen sich bewußt damit auseinander, welche Veränderungen die Währungsunion für sie persönlich mit sich bringen wird. Erfreulicherweise konnten dank der guten und seriösen Informationsarbeit der Bundesregierung und der Notenbank viele Ängste und Unsicherheiten beseitigt werden. Man hat erkannt, daß in der Einführung einer einheitlichen europäischen Währung ein großes Potential wirtschaftlicher Vorteile liegt, bedingt zum Beispiel durch den Wegfall von Transaktionskosten, die Beseitigung von Wechselkursrisiken und die wachsende Bedeutung des Euro im Weltwährungsgefüge. Vor allem aber ist mit der einheitlichen Währung ein weiterer Integrationseffekt verbunden, der – langfristig gesehen – nicht nur wohlstandserhöhend sein wird, sondern auch den Abbau von Spannungen und Konflikten erleichtern sollte.

Wir haben in dieser Konferenz wirtschafts- und währungspolitische Aspekte beleuchtet. In bezug auf die

Wirtschaftspolitik stellt sich die Frage, inwieweit Koordination notwendig bzw. wünschenswert ist. Ich glaube, wir können uns darauf einigen, daß in der Währungsunion ein konstruktiver Dialog und eine gewisse Abstimmung jedenfalls sehr wichtig sind. Über den Grad der Koordinierung herrschen unterschiedliche Ansichten; hier wird erst die Praxis die genaue Richtung zeigen. Die Mechanismen der wirtschaftspolitischen Koordinierung sind auf jeden Fall durch den EU-Vertrag klar vorgegeben.

Die österreichischen Sozialpartner kamen in ihrer Erörterung der Frage zu folgendem Schluß: Da die Budget- und Einkommenspolitik in der nationalen Verantwortung bleibt, besteht weiterhin ein wirtschaftspolitischer Spielraum für die Teilnehmer an der Währungsunion, der allerdings durch die Erfordernisse einer stabilitätsorientierten Geldpolitik und die Vorgaben des Stabilitätspakts begrenzt ist.

Insgesamt sprechen aus ökonomischer Sicht eine Reihe von gewichtigen Gründen für eine verstärkte Koordinierung der Wirtschaftspolitik in Stufe 3. Davon kann nicht zuletzt auch die Ausgestaltung der konkreten Geld- und Währungspolitik profitieren, während die Unabhängigkeit der EZB in der Verfolgung ihrer unmittelbaren Zielsetzungen dadurch nicht beeinträchtigt werden darf.

Die Präsidentschaft Österreichs in der Europäischen Union in der zweiten Hälfte dieses Jahres wirft bereits ihre Schatten voraus. Österreich ist sich seiner Verantwortung in dieser wichtigen Phase der europäischen Integration voll und ganz bewußt. In Übereinstimmung mit unseren Partnern soll die Arbeitsmarkt- und Beschäftigungspolitik ein besonders wichtiges Thema der österreichischen Präsidentschaft sein.

Ausführlich haben wir uns auch mit den währungspolitischen Aspekten des ESZB auseinandergesetzt, sowohl was die künftige Rolle der nationalen Notenbanken als auch die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank betrifft. Nochmals möchte ich unterstreichen, daß alle geldpolitischen Entscheidungen zentral bei der EZB getroffen werden, wobei jedes Land im EZB-Rat über eine Stimme verfügt; die Umsetzung dieser Entscheidungen, also das operative Geschäft, das den überwiegenden Teil der Kapazitäten einer Notenbank in Anspruch nimmt, erfolgt hingegen dezentral durch die nationalen Zentralbanken unter der Koordination des EZB-Direktoriums.

Schließlich beschäftigten wir uns noch mit den Auswirkungen der einheitlichen Währung und der fortschreitenden Globalisierung auf die Struktur der Finanzindustrie in Europa. Es scheint, daß die österreichischen Banken für die bevorstehenden großen Herausforderungen gut gerüstet sind. Die Notwendigkeit von Veränderungen und Anpassungen wird erkannt. Ich kann nur unterstreichen, daß wir im Interesse der österreichischen Finanzmärkte und damit auch im Interesse der österreichischen Volkswirtschaft flexible und wettbewerbsfähige Finanzinstitute brauchen.

Ich danke Ihnen für Ihr Kommen und für die rege Teilnahme an der Diskussion. Abschließend möchte ich noch meinen Mitarbeitern für die exzellente Vorbereitung und hervorragende Organisation der Konferenz meine Anerkennung aussprechen.



FRANZ-WENINGER- STIPENDIUM



Überreichung des Franz-Weninger-Preises

Zum Gedenken an den vor zwei Jahren tödlich verunglückten Leiter der Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, Mag. Franz Weninger, hat die OeNB Stipendien für Diplomarbeiten und Dissertationen auf dem Gebiet der Geldtheorie und Geldpolitik ausgeschrieben. Die von der Fachjury ausgewählten diesjährigen Preisträger wurden im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Tagung geehrt.

Ausgezeichnet wurden folgende Diplomarbeiten:

Herr Thomas Hintermaier für seine Arbeit „Money, Credit and the Channels of Monetary Transmission“;

Herr Herwig Immervoll für seine Arbeit „Der Einfluß von Inflation auf die Besteuerung von Einkommen“;

Frau Mag. Doris Schartinger für ihre Arbeit „Zinssatz und Wechselkurs – Ein innovativer Ansatz“;

Herr Alexander F. Wagner für seine Arbeit „Geldpolitik in der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion“.



DIE VORTRAGENDEN



Jean-Claude Chouraqui,

born in 1945, obtained a master's degree in international economics from Paris University in 1966, was a laureate of the University in 1964 and 1965 and received a Ph.D. in economics from Paris University; was a graduate of the Centre d'Études des Communautés Européennes in 1969 and a graduate of the Institute of World Affairs in 1967. Held numerous positions at the OECD, where he started to work as an administrator in September 1968 and is now Head of Countries Studies. Was assistant professor at the Faculté de droit et des sciences économiques de Paris from 1967 to 1968, professor at the European College in Bruges, Belgium from 1990 to 1991, external professor at the European University Institute in Florence, Italy from 1989 to 1991 and has most recently become associate professor at the Institut d'Études Politiques de Paris. Has published numerous articles, above all on monetary, fiscal and exchange rate policy and financial markets, and books, most recently as a coauthor on "Exchange Rate Management and the Conduct of Monetary Policy," as well as a large collection of unsigned writings in OECD publications.

Rudolf Edlinger,

geboren 1940 in Wien; Ausbildung zum Lithographen und Absolvierung der Handelsschule sowie Besuch eines Hochschullehrganges für Werbung und Verkauf; langjährige politische Laufbahn; verschiedene Funktionen auf Bezirks- und Landesparteebene; seit 1980 Bezirksvorsitzender der SPÖ-Währing; von 1969 bis 1986 Wiener Landtagsabgeordneter und Gemeinderat; von 1982 bis 1986 Klubobmann der sozialdemokratischen Fraktion; von Juni 1986 bis November 1994 Stadtrat für Wohn-

bau und Stadterneuerung; von November 1994 bis Jänner 1997 Stadtrat für Finanzen und Wirtschaftspolitik; in dieser Funktion gelang die Stabilisierung des Budgetdefizits; seit 28. Jänner 1997 Bundesminister für Finanzen; Mitherausgeber und Mitautor verschiedener Bücher.

Michael Foot,

born in 1946 in England. Obtained an M. A. in economics from Pembroke College, Cambridge, and an M.A. from Yale University. Joined the Bank of England as an economist in 1969. More recently has worked in the gilt-edged market (1981 to 1983), the domestic money market (1983 to 1985) and as Alternate Director for the UK at the IMF (1985 to 1987). Acted as Head of the Foreign Exchange Division at the Bank (1988 to 1993). Headed the European Division (1990 to 1993). Was appointed Head of the Banking Supervision Division from September 1993. Was made Deputy Director of Supervision & Surveillance in July 1994, and was appointed Executive Director with effect from March 1, 1996. Following the establishment of the Financial Services Authority, he was appointed to the position of Managing Director, Head of Financial Supervision. Has authored a number of articles on monetary policy and monetary history.

Helmut Frisch,

geboren 1936 in Wien; 1946 bis 1954 Bundesrealgymnasium in Graz; 1954 bis 1960 Studium der Rechts- und Staatswissenschaften an der Universität Graz; 1958 Promotion zum Doktor juris; 1960 Promotion zum Doktor rerum politicarum; 1968 Habilitation an der Universität Wien für Wirtschaftstheorie und Ökonometrie; Berufung zum ordentlichen

Hochschulprofessor: 1970 an der Hochschule Linz, 1971 an der Technischen Universität Wien; 1969 Forschungsaufenthalt in Princeton und Berkeley, USA; 1979, 1980 und 1984 Gastprofessor an der New York University; 1988 Gastprofessur an der University of California, Los Angeles; Forschungssemester 1989 an der European University in Florenz, 1994 an der Columbia University, New York; Veröffentlichung zahlreicher wissenschaftlicher Beiträge in in- und ausländischen Fachzeitschriften; seit 1978 Präsident des Verwaltungsrates der Österreichischen Postsparkasse, Vorsitzender des Staatsschuldenaussschusses sowie Vorsitzender des Aufsichtsrates der Bank der Österreichischen Postsparkasse AG; seit 1992 Generalrat der Oesterreichischen Nationalbank.

Erhard Fürst,

geboren 1942 in Wien; Realgymnasium BEA Graz-Liebenau; Jusstudium an der Universität Wien; Studium der Ökonomie am Institut für Höhere Studien, Wien; 1966 Assistent und 1968 Leiter der Abteilung Ökonomie des Instituts für Höhere Studien; 1969 bis 1971 Mitarbeiter des Internationalen Währungsfonds, Washington, DC; 1971 bis 1973 Mitarbeiter des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung; 1973 bis 1983 Beigeordneter Direktor des Instituts für Höhere Studien; 1983 bis 1992 Leiter der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Creditanstalt-Bankverein, Wien; seit 1993 Leiter des Bereichs Wirtschaftspolitik der Vereinigung Österreichischer Industrieller, Wien.

Francesco Giavazzi,

is Professor of Economics at Bocconi University in Milan, codirector of CEPR's Macroeconomics Pro-

gramme, a Research Associate of the National Bureau of Economic Research, and an editor of the *European Economic Review*. From 1992 to 1994, he served as a Director General of the Italian Treasury. He is coauthor with Alberto Giovannini of "Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System" (1990), and recently contributed to "Flexible Integration: Towards a More Effective and Democratic Europe," and "Managing the End-Game," the VIth and VIIth issues of the CEPR series on European integration, respectively. Serves as a board member of INA s.p.a, and as deputy chairman of Banco di Napoli.

Paul de Grauwe,

born in Belgium in 1946, studied at the Economics Department of the Catholic University of Louvain from 1964 to 1969, obtaining a Licentiaat-Doctorandus, and received a Ph.D. from Johns Hopkins University, where he studied from 1970 to 1973. Started his professional career as an economist at the IMF and his international academic career at the Université de Paris IX-Dauphine. Was Research Director at the Centrum voor Economische Studiën from 1975 to 1980. Is currently a professor at the Katholieke Universiteit te Leuven in Belgium, a research fellow at the centre for economic policy research in London and a Member of Belgian Parliament. Received numerous fellowships and honors, and serves as a member of the Board of Editors of a variety of renowned economic journals, e. g. *Empirica*, *The World Economy* and the *International Journal of Finance and Economics*.

Otmar Issing,

geboren 1936 in Würzburg; Abitur am Humanistischen Gymnasium Würzburg; 1954 bis 1960 Studium

der Altphilologie, dann der Volkswirtschaftslehre an der Universität Würzburg; 1960 bis 1966 Assistent am Institut für Volkswirtschaftslehre und Sozialwissenschaften der Universität Würzburg; 1962 Promotion; 1965 Habilitation; 1965 bis 1967 Privat- bzw. Universitätsdozent an der Universität Würzburg, Lehrstuhlvertretungen an den Universitäten Marburg und Erlangen-Nürnberg; 1967 bis 1973 ordentlicher Professor und Vorstand des Instituts für Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Erlangen-Nürnberg; 1969 bis 1970 Dekan der Nürnberger Fakultät; 1973 bis 1990 ordentlicher Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Würzburg, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Geld und internationale Wirtschaftsbeziehungen; seit 1980 Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft; 1987 bis 1988 dessen stellvertretender Vorsitzender; 1984 bis 1988 Mitglied des Senats der Universität Würzburg; 1985 bis 1987 Dekan der Würzburger Fakultät; 1987 bis 1990 Mitglied des Kronberger Kreises; 1988 bis 1990 Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung; seit Oktober 1990 Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank und des Zentralbankrates; seit 1991 ordentliches Mitglied der Akademie der Wissenschaften und der Literatur; seit 1991 Mitglied der Academia Scientiarum et Artium Europea und Honorarprofessor an der Universität Würzburg; 1996 Ehrenpromotion durch die Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Universität Bayreuth.

Viktor Klima,

geboren 1947 in Wien; Studium der Betriebs- und Wirtschaftsinformatik an der Technischen Universität und an der Universität Wien; 1967 Mitarbeiter des Instituts für Automation und wissenschaftliche Unternehmensberatung; 1969 Eintritt in die ÖMV Aktiengesellschaft als Mitarbeiter in einer Stabsstelle der Generaldirektion, Technische Direktion Gewinnung; 1980 bis 1990 mehrere leitende Funktionen in der ÖMV und schließlich 1990 Berufung in den Vorstand mit dem Verantwortungsbereich Finanzen, Controlling, Rechnungswesen und Unternehmenseinkauf; 1991 Erweiterung der Vorstandsverantwortung um den Unternehmensbereich Chemie; April 1992 Ernennung zum Bundesminister für öffentliche Wirtschaft und Verkehr; Jänner 1996 Ernennung zum Bundesminister für Finanzen; seit 28. Jänner 1997 Bundeskanzler der Republik Österreich.

Helmut Kramer,

geboren 1939 in Bregenz; 1958 bis 1963 Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Wien; 1963 Promotion und Eintritt in das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung als wissenschaftlicher Sachbearbeiter; ab 1972 stellvertretender Leiter, seit Februar 1981 Leiter des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung und Chefredakteur der Wifo-Monatsberichte; Co-Schriftleiter der *Empirica – Austrian economic papers*. Seine Lehrtätigkeit umfaßt seit 1973/74 Lehraufträge für Konjunkturpolitik an der Wirtschaftsuniversität Wien, seit 1985 Lehraufträge für Industriepolitik an der Universität Wien; seit 1989 Honorarprofessor für Österreichische Wirtschaftspolitik an der Universität Wien. Mitglied in zahlrei-

chen wirtschaftspolitischen und wirtschaftswissenschaftlichen Gremien.

Philippe Lagayette,

was born in 1943, attended the *École Polytechnique* from 1963 to 1965 and the *École Nationale d'Administration* from 1968 to 1970. Began his career as an Inspector of Finance at the Ministry of Finance in 1970, was promoted to Deputy Director of the Treasury at the Ministry of Finance in 1980, served as Head of the Minister of Finance Cabinet from 1981 to 1984 under Jacques Delors, was deputy governor of the *Banque de France* from 1984 to 1992. Has held the title of General Inspector of Finance since 1988 and was Chief Executive Officer of *Caisse des dépôts et consignations* from December 1992 until December 1997.

Klaus Liebscher,

geboren 1939 in Wien; Matura Bundesrealgymnasium Salzburg; Jusstudium an der Universität Wien; 1968 Eintritt in die Raiffeisen Zentralbank Österreich AG; 1971 Prokura, Leitung der Abteilung Anlageberatung; 1974 Direktor-Stellvertreter, Leitung Hauptabteilung Wertpapiere; 1977 Direktor; 1980 stellvertretendes Vorstandsmitglied, zuständig für Wertpapiere, Ausland und Devisenhandel; 1982 ordentliches Vorstandsmitglied; 1987 stellvertretender Generaldirektor, stellvertretender Vorstandsvorsitzender mit der Zuständigkeit Treasury, Marketing und Strategie; 1988 bis 1995 Generaldirektor und Vorsitzender des Vorstandes der Raiffeisen Zentralbank Österreich AG; 1990 bis 1995 Präsident der Wiener Börsekammer; 1995 Präsident der Oesterreichischen Nationalbank; seit September 1998 Gouverneur der Oesterreichischen Nationalbank. Träger des Großen Silbernen Ehren-

zeichens für Verdienste um die Republik Österreich.

Leopold Maderthaler,

geboren 1935 in Hausmening, Niederösterreich. Ausbildung an der Höheren Technischen Lehranstalt in St. Pölten zum Elektrotechniker; 4-jährige Tätigkeit bei Siemens Österreich; Gründung der Firma „Neon-Maderthaler“ in Amstetten und Ausbau zu einem führenden international tätigen Unternehmen für Lichtreklameanlagen für Schriften und Schilder jeder Art mit rund 40 Mitarbeitern. Verschiedenste politische Funktionen innerhalb des Österreichischen Wirtschaftsbundes, der Kammerorganisation und der Österreichischen Volkspartei im Heimatbezirk Amstetten. 1972 bis 1985 Stadtrat der Stadtgemeinde Amstetten; 1979 bis 1989 Vertreter des Landes Niederösterreich im Bundesrat und Vorsitzender des Wirtschaftsausschusses; 1986 bis 1990 Präsident der Handelskammer Niederösterreich sowie Obmann des Österreichischen Wirtschaftsbundes; seit 1989 Abgeordneter zum Nationalrat; seit 1990 Präsident der Wirtschaftskammer Österreich.

Robert A. Mundell,

studied economics at M.I.T. and the London School of Economics, received his Ph.D. from M.I.T. in 1956. Held a post-doctoral fellowship at the University of Chicago and taught at Stanford University and the Johns Hopkins Bologna Center of Advanced International Studies before joining the IMF in 1961. Of his numerous academic postings over the years, his most recent is as AGIP Professor of Economics at the Johns Hopkins Bologna Center of the Paul H. Nitze School of Advanced International Studies from 1997 to 1998. Has acted as an adviser to numerous international

agencies and national bodies and has authored numerous works and articles on economic theory. Known as the father of the theory of optimum currency areas, was a pioneer of, among other things, the theory of the monetary and fiscal policy mix and a founder of supply-side economics. His writings include over a hundred articles in scientific journals, the books "The International Monetary System: Conflict and Reform," "Man and Economics," "International Economics" and "Monetary Theory: Interest, Inflation and Growth in the World Economy." Moreover, he has co-edited a number of books. He received a Guggenheim Prize in 1971, the Jacques Rueff Medal and Prize in 1983, the Docteur Honoris Causa from the University of Paris in 1992, an Honorary Professorship at Renmin University in China in 1995 and the Distinguished Fellow Award from the American Economic Association in 1997.

Michael M. Mussa,

was a long-time member of the faculty of the Graduate School of Business of the University of Chicago, starting as an Associate Professor in 1976 and being promoted to the William H. Abbott professorship of International Business in 1980. From 1971 to 1976, he was on the faculty of the Department of Economics at the University of Rochester and also served as a visiting faculty member at the Graduate Center of the City University of New York, the London School of Economics, and the Graduate Institute of International Studies in Geneva. Since 1991 he has been the Economic Counsellor and the Director of the Department of Research at the IMF, advising the Management and the Executive Board of the Fund on broad issues of

economic policy and providing analysis of ongoing developments in the world economy. In addition, he supervises the activities of the Research Department, including preparation of the World Economic Outlook, the reports on International Capital Markets and a variety of other issues. He has published widely in professional journals and research volumes in the fields of international economics, macroeconomics, monetary economics, and municipal finance. He is a Research Fellow of the National Bureau of Economic Research. He was awarded the Prix Mondial Nessim Habib for his research in international economics and was elected a Fellow of the Econometric Society. Was a member of the U.S. Council of Economic Advisers from August 1986 to September 1988.

Wolfgang Ruttenstorfer,

geboren 1950 in Wien. Studium an der Wirtschaftsuniversität Wien, Promotion. 1976 in die OMV eingetreten; ab 1985 im Bereich Planung und Kontrolle für die Strategie der OMV-Gruppe; ab 1989 direkt an den Generaldirektor berichtend für Unternehmensentwicklung zuständig. In dieser Funktion war er auch für die Reorganisation der OMV-Gruppe nach Geschäftsbereichen mitverantwortlich. 1990 Übernahme des Geschäftsbereichs Mineralölproduktenvertrieb, zunächst als Prokurist, ab 1991 als Direktor. 1992 Berufung in den Vorstand und stellvertretender Generaldirektor der OMV; bis 1996 verantwortlich für Finanzen, Controlling und Chemie; ab 1996 für Chemie, Exploration und Produktion sowie Erdgasgeschäft. Seit 28. Jänner 1997 Staatssekretär im Bundesministerium für Finanzen, zuständig für Wirtschafts- und Währungsunion, Kapitalmarkt und Öffentlicher Dienst.

Karl Samstag,

geboren 1944 in Wien. Matura an der Handelsakademie; einige Semester Studium an der Hochschule für Welthandel (Wirtschaftsuniversität); 1965 Eintritt in die damalige Zentralsparkasse, im Kredit- und Kommerzgeschäft tätig; diverse nebenamtliche Geschäftsführertätigkeiten; ab 1987 Bereichsdirektor; 1989 Berufung in den Z-Vorstand mit Zuständigkeit für das gesamte inländische kommerzielle Kreditgeschäft; seit April 1995 stellvertretender Vorsitzender des Vorstandes der Bank Austria AG, verantwortlich für in- und ausländische Kredite sowie strategisches Kommerzkundenmanagement.

Sylvia Staudinger,

geboren 1967 in Wien. Studium: 1985 bis 1992 Studium der Technischen Mathematik an der Technischen Universität Wien; 1992 bis 1996 Doktoratsstudium der Technischen Wissenschaften an der Technischen Universität Wien. Preisträgerin des „Franz-Weninger-Stipendiums für Diplomarbeiten und Dissertationen auf dem Gebiet der Geldtheorie und Geldpolitik“. 1993 bis 1994 Vertragsassistentin am Institut für Volkswirtschaftslehre, Technische Universität Wien; seit 1994 Universitätsassistentin am Institut für Volkswirtschaftslehre, Technische Universität Wien (Arbeitsgebiet: monetäre Außenwirtschaftstheorie, Geldtheorie).

Andreas Treichl,

geboren 1952 in Wien. Ausbildung: 1971 bis 1975 Studium der Volkswirtschaft an der Universität Wien; 1976 Trainingsprogramm in der Citibank und bei Morgan Stanley, New York sowie 1977 bei Brown Brothers Harriman. 1977 Eintritt in die Chase Manhattan Bank New York als Analyst der Kreditabteilung;

1979 bis 1981 als Kommerzkundenbetreuer in Brüssel tätig; 1980 Beförderung zum Prokurist; 1981 Beförderung zum Second Vice President; 1981 bis 1983 als Leiter des Kommerzbankgeschäftes in Athen tätig sowie 1983 Beförderung zum Vice President. 1983 bis 1986 Bereichsleiter Großkundengeschäft in der Ersten österreichischen Spar-Casse Bank. 1986 bis 1993 Vorsitzender des Vorstandes der Chase Manhattan Bank (Austria) AG. 1993 bis 1994 Vorsitzender des Vorstandes der Crédit Lyonnais Bank (Austria) AG. 1994 Berufung in „Die Erste österreichische Spar-Casse – Bank AG“ als Vorstandsdirektor, seit 1997 Generaldirektor der „Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG“.

Herbert Tumpel,

geboren 1948 in Wien. 1958 bis 1962 Besuch der Allgemein bildenden höheren Schule; 1962 bis 1967 Ausbildung zum Textilingenieur an der HTL für Textilindustrie in Wien; 1968 bis 1973 Studium der Nationalökonomie an der Universität Wien. 1973 Eintritt in den Österreichischen Gewerkschaftsbund als Mitarbeiter des Volkswirtschaftlichen Referats, dessen Leitung er 1983 übernahm. 1987 Ernennung zum Leitenden Sekretär, zuständig für Grundsatzpolitik und Finanzen. Seit Mitte der siebziger Jahre als Arbeitnehmervertreter in zahlreiche Gremien der Sozialpartner entsandt: Mitglied des Renten- und Pensionsanpassungsbeirats (1975 bis 1980), des Beirats für Wirtschafts- und Sozialfragen (1978 bis 1989), des Paritätischen Kartellausschusses (1979 bis 1988); seit 1983 Mitglied der Paritätischen Kommission für Preis- und Lohnfragen und in sozialpartnerschaftlich beschickten Gremien wie dem Wiener Wirtschaftsförderungsfonds (1988 bis 1997); 1988 bis 1994 Mitglied der Haupt-

versammlung der Pensionsversicherung der Arbeiter. 1984 bis 1997 Generalrat der Oesterreichischen Nationalbank, 1987 bis 1997 Mitglied des ERP-Fonds und Aufsichtsratsvorsitzender der BAWAG. Seit 1979 Kammerrat und seit 13. Februar 1997 Präsident der Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien sowie seit 14. März 1997 Präsident der Bundesarbeiterkammer.

Gertrude Tumpel-Gugerell,

geboren 1952 in Killing, Niederösterreich. 1971 bis 1975 Studium der Volkswirtschaftslehre an der Universität Wien, Mag. rer. soc. oec.; 1981 Promotion. 1975 bis 1979 Referentin für Konjunktur- und Geldpolitik in der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Oesterreichischen Nationalbank; 1980 Ausbildung in Finanzanalyse und -politik beim Internationalen Währungsfonds, Washington D.C.; 1981 bis 1984 wirtschaftspolitische Beraterin des Bundesministers für Finanzen; 1985 bis 1986 stellvertretende Leiterin der Volkswirtschaftlichen Abteilung der OeNB; 1986 bis 1992 Leiterin der Innenrevision der OeNB; 1992 bis 1997 Bereichsdirektorin für Unternehmensplanung und -steuerung in der OeNB; seit 1996 mit der Koordinierung der Vorbereitung der OeNB auf die Währungsunion befaßt; seit Juli 1997 Mitglied des Direktoriums der OeNB; seit September 1998 Vize-Gouverneurin der OeNB.

Fritz Verzetnitsch,

geboren 1945 in Wien. Berufsausbildung zum Installateur (ausgeübt von 1959 bis 1970). 1963 bis 1970 Jugendfunktionär in verschiedenen Funktionen des Fachausschusses der Installateure und der Gewerkschaft Metall – Bergbau – Energie sowie der Österreichischen Gewerkschaftsjugend; 1970 bis 1973 Mitarbeiter

im Jugendreferat des Österreichischen Gewerkschaftsbundes; 1973 bis 1981 Jugendsekretär; 1982 bis 1983 Sekretär im Referat für Koordination und Organisation; 1983 bis 1987 Leitender Sekretär; 1984 bis 1986 Bundesrat der Sozialdemokratischen Partei Österreichs (SPÖ); 1988 bis 1993 Vizepräsident des Europäischen Gewerkschaftsbundes (EGB); seit 1986 Abgeordneter zum Nationalrat der SPÖ; seit 1987 Präsident des ÖGB; seit 1988 Vorstandsmitglied des Internationalen Bundes Freier Gewerkschaften (IBFG); seit 1993 Präsident des EGB und Mitglied der Trilateralen Kommission.

Ignazio Visco,

born in 1949, graduated in economics from the University of Rome in 1971, obtained an M.A. in economics from the University of Pennsylvania in 1974 and a Ph.D. in economics from the University of Pennsylvania in 1981. Held numerous positions at the Banca d'Italia from 1972 to 1997, the last being Head of the Research Department from 1990 to 1997. Was appointed Head of the Economics Department and Chief Economist of the OECD in August 1997. Has been a visiting scholar at the Stanford Research Institute in Washington and a visiting professor of both econometrics and economic policy at the University of Rome. Has published several articles in economic journals in Italy and abroad and has authored, coauthored and coedited a number of books, notably "Price Expectations in Rising Inflation," "Saving and the Accumulation of Wealth" (edited with A. Ando and L. Guiso), and most recently "L'economia italiana" (with F. Signorini).

Adolf Wala,

geboren 1937 in Dürnholz, Kreis Nikolsburg/Tschechische Republik; Matura an der Handelsakademie I der Wiener Kaufmannschaft; 1957 bis 1965 Mitarbeiter in der Devisenabteilung der CA-BV, Funktion eines Gruppenleiterstellvertreters bzw. Gruppenleiters; 1965 Eintritt in die Oesterreichische Nationalbank; Sachbearbeiter in der Kreditabteilung (Büro für Refinanzierung), umfassende Ausbildung und Praxis auf dem Gebiet der Firmen- und Bilanzanalyse, weiterer Schwerpunkt Exportrisikogarantie und -finanzierung; 1973 Vorstand des Büros des 1. Vizepräsidenten; 1980 Direktor-Stellvertreter der Kreditabteilung (in dieser Funktion Vorsitzender des ERP-Prüfausschusses, Vorsitzender des OeNB-internen Exportkomitees, Vertreter der OeNB im Kapitalmarktausschuß sowie Vertreter der OeNB im Verwaltungsrat der Österreichischen Postsparkasse); 1988 Generaldirektor der Oesterreichischen Nationalbank (in dieser Funktion seit 1990 Vorsitzender der IG-Immobilien Gesellschaft mbH, seit 1992 Vorsitzender des Aufsichtsrates der Münze Österreich AG); seit September 1998 Präsident der Oesterreichischen Nationalbank. November 1990 Verleihung des akademischen Titels Ehrensenator der Technischen Universität Wien, April 1992 Ehrensenator der Wirtschaftsuniversität Wien; November 1994 Verleihung des Goldenen Ehrenzeichens für Verdienste um das Land Wien. Jänner 1997 Verleihung des Titels Ehrensenator der Universität Salzburg.

William Roy White,

born in Ontario in 1943, received a Bachelor of Economics and Political Science Degree from the University of Windsor in 1965, was awarded the Governor-General's medal. Earned

an M.A. and a Ph.D. (1969) in economics from the University of Manchester. Began his professional career at the Bank of England as an economist, joined the Bank of Canada in 1972 as an economist, became Deputy Chief of the Department of Banking and Financial Analysis, was appointed Deputy Chief of the Research Department in 1978 and was made Chief of the Research Department in 1979. Was appointed Adviser to the Governor in 1984 and Deputy Governor in 1988. In this position, his responsibilities included the analysis of international economic and financial developments, and operational matters pertaining to the Bank's activities in foreign exchange markets. Was appointed Manager in the Monetary and Economic Department of the BIS in June 1994 and took up the position of Economic Adviser and Department Head in May 1995. 

Eigentümer, Herausgeber und Verleger:

Oesterreichische Nationalbank

Für den Inhalt verantwortlich:

Wolfdietrich Grau, Sekretariat des Direktoriums / Öffentlichkeitsarbeit

Redaktion:

Karin Fischer, Eduard Hochreiter, Beatrix Kossinowsky,
Romana Lehner, Christiana Weinzettel,
alle Oesterreichische Nationalbank

Fotografien:

Ulrich Schnarr

Satz, Druck und Herstellung:

Druckerei für Wertpapiere

Rückfragen:

Oesterreichische Nationalbank
Sekretariat des Direktoriums / Öffentlichkeitsarbeit
Wien 9, Otto-Wagner-Platz 3
Postanschrift: Postfach 61, A-1011 Wien
Telefon: (+43-1) 404 20 DW 6666
Telefax: (+43-1) 404 20 DW 6696

Nachbestellungen:

Oesterreichische Nationalbank
Abteilung für Post- und Aktenwesen
Wien 9, Schwarzspanierstraße 5
Postanschrift: Postfach 61, A-1011 Wien
Telefon: (+43-1) 404 20 DW 2345
Telefax: (+43-1) 404 20 DW 2399

Internet e-mail:

<http://www.oenb.co.at>

Papier:

Salzer Demeter, 100% chlorfrei gebleichter Zellstoff, säurefrei, ohne optische Aufheller

DVR 0031577

Wien 1998