

Sendesperrfrist:
29. Oktober 2001, 10:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Dr. Jürgen Stark

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

Internationale Konjunkturperspektiven

Vor der Rezession oder vor dem Umschwung?

Vortrag anlässlich der Expo Real

– 4. Internationale Fachmesse für Gewerbe-Immobilien –

in München

am Montag, 29. Oktober 2001

Weltwirtschaftliche Lage

In einer Zeit großer Unsicherheit und sich verbreitendem Pessimismus, ist es schwierig Realist zu sein.

Wir verfügen über eine Fülle von Daten und Indikatoren, die die internationalen, europäischen und deutschen wirtschaftlichen Realitäten beschreiben. Aber was sagen uns diese Daten wirklich? Wie interpretieren wir sie in einer Zeit extremer Unsicherheit?

Derzeit scheint sich der Blick auf die täglichen Nachrichten aus der Politik und von den Finanzmärkten mit der Einschätzung zu verbinden, die Weltwirtschaft stehe am Rande einer Rezession. Auch wenn es schwierig ist, ein eindeutiges Urteil über die aktuelle wirtschaftliche Lage abzugeben und eine Einschätzung über die globalen konjunkturellen Perspektiven vorzunehmen, so will ich doch versuchen, einige zentrale Aspekte zu beleuchten.

Lassen Sie mich zunächst die jüngsten Entwicklungen der Weltwirtschaft nachzeichnen. Ich werde dies konkret für die drei großen Wirtschaftsregionen Nordamerika, Japan und Europa tun, aber auch auf die Entwicklung in den Schwellenländern eingehen. Aus dieser Analyse heraus werden auch die Perspektiven der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung aufgezeigt. Die Analyse von Entwicklungen und Erwartungen ist essentiell für daraus abzuleitendes politisches Handeln. Ich werde also auch auf politische Handlungsalternativen eingehen.

Die Weltwirtschaft befindet sich bereits seit der 2. Jahreshälfte 2000 in einem Abwärtstrend. Während das weltwirtschaftliche Wachstum 2000 noch bei 4,7 % lag, wird es sich nach Projektionen des IWF auf 2,6 % 2001 verringern. Diese Projektion berücksichtigt noch nicht die Folgen der Terroranschläge vom 11. September 2001 in New York und Washington.

Hinter diesen Daten steht ein synchroner Abschwung in den drei großen Wirtschaftsregionen der Welt: Nordamerika – insbesondere USA -, Japan und Europa. Von diesen Entwicklungen blieben auch die Schwellenländer nicht verschont.

Einen solchen parallelen Abschwung hat es seit mehr als zwei Jahrzehnten nicht mehr gegeben. In welchem Umfang der 11. September die Lage verschärft hat, lässt sich gegenwärtig nur schwer abschätzen. Denn bislang liegen nur wenige Konjunkturindikatoren vor, die auf Daten nach dem 11. September basieren. Kurzfristig dürfte die Konjunktur insbesondere durch Probleme in einigen Sektoren wie der Luftfahrtindustrie, den Versicherungen und dem Tourismus belastet werden. Hinzu kommen aber angesichts der Unsicherheiten über die weitere politische und militärische Entwicklung im Kampf gegen den internationalen Terrorismus indirekte, insbesondere psychologische Faktoren, die das Investoren- und Verbraucherverhalten beeinflussen.

Die Feststellung über die Parallelität des gegenwärtigen Abschwungs darf nicht zu einer vorschnellen und falschen Schlussfolgerung über die dahinterliegenden Gründe führen. So sind es

wohl insbesondere drei wesentliche Faktoren, die zu dieser Entwicklung geführt haben:

1. Der hohe Grad an globaler Vernetzung der Märkte,
2. der Anstieg des Ölpreise, der wie ein gemeinsamer Dämpfungs-schock wirkte und schließlich
3. ganz spezifische regionale Gründe in den USA, in Japan und Europa.

Wechselseitige Abhängigkeiten und Vernetzungen zwischen den großen Volkswirtschaften prägen die Weltwirtschaft offensichtlich weit stärker, als viele noch vor kurzem dachten. Anfang des Jahres noch hatte ein großer Teil der Volkswirte auf die vergleichsweise geringen direkten Handelsverbindungen des Euro-Raums mit den USA hingewiesen. Aus der starken innereuropäischen Verflechtung wurde abgeleitet, dass die europäische Konjunktur sich von der US-Konjunktur abkoppeln könne. Heute muss man davon ausgehen, dass die internationale Wirtschaftsverflechtung offenbar dazu führt, dass die Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten in den USA weltweit die Investitionsbereitschaft drückt. Um dieses Phänomen zu erklären, muss man aber über die traditionellen Handelsbeziehungen hinausgehen. Und hier stoßen wir auf den im Zuge der Globalisierung zunehmenden internationalen Charakter der Unternehmen und die zunehmende Relevanz der Finanzmärkte, die die gegenseitigen Abhängigkeiten verstärken. Hierfür sprechen die hohen Nettokapitalexporte aus Europa in die USA seit 1998 die für Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen eingesetzt wurden. Der konjunkturelle Einbruch in den USA, schrumpfende Gewinne und

die Korrekturen am Aktienmarkt haben damit auch die europäischen Investoren hart getroffen. Dies wurde unterschätzt.

Trotz des gegenwärtigen parallelen Abschwungs hat aber jede der drei führenden Wirtschaftsregionen ihre spezifischen Entwicklungen und Probleme.

USA

In den USA ging – wie man heute weiß – im Herbst 2000 ein achtjähriger Boom zu Ende. Das, was den Boom angefacht und am Leben gehalten hatte, wurde nun zum Problem. Während des Booms waren die Preise für Vermögenswerte von Höchststand zu Höchststand geklettert. Die hohen erzielbaren Renditen lockten ausländisches Kapital an und führten zu einem anhaltend hohen Investitionswachstum. Dies galt vor allem in den wachstumsstarken Unternehmen der New Economy, die besonders leichten Zugang zu Kapital hatten. Zudem wuchs vor dem Hintergrund sinkender Arbeitslosigkeit, steigender Einkommen und steigender Preise für Vermögenswerte der private Konsum. Gleichzeitig sank die ohnehin niedrige Sparquote, bis sie Ende der neunziger Jahre negativ wurde. Diese zunehmenden binnengesellschaftlichen Ungleichgewichte – insbesondere zwischen Ersparnis und Investitionen – mussten auch zu einer Verschärfung der internationalen Ungleichgewichte führen. Das Leistungsbilanzdefizit der USA verschlechterte sich dramatisch auf 4-5 % des BIP. Die zur Finanzierung dieses Defizits erforderlichen Kapitalimporte machten die USA zum mit Abstand größten Netto-Schuldner der Welt.

Die Gründe für den Konjektureinbruch liegen in dem vorangegangenen Überkonsum und den Überinvestitionen der 2. Hälfte der 90er Jahre. Es war klar, dass diese Phase einmal auslaufen würde. Dies war zumindest als notwendig oder wünschenswert erkannt worden. Die Frage war nur, ob der Abschwung in einer harten oder einer weichen Landung enden würde.

Nach der längsten Boom-Phase der Nachkriegszeit brachten die letzten 10 Monate den USA einen doppelten Schock.

1. Mit dem Platzen der "New Economy"-Blase erlebte eine ganze Generation – gerade die junge Generation der new economy – erstmalig, dass hohes Wachstum und hohe Gewinne nicht dauerhaft sind. Die übertriebenen Erwartungen wurden in aller Härte auf den Boden der fortgeltenden ökonomischen Gesetze zurückgeführt. Mit der neuen Ökonomie wurde der Konjunkturzyklus nicht überwunden. Zweifel entstanden an der bis dahin gewachsenen Überzeugung, die Ausweitung des Informations-Technologie-Sektors und die Durchdringung der gesamten Volkswirtschaft mit neuer Technologie habe das Produktivitätswachstum der US-Wirtschaft dauerhaft auf ein deutlich höheres Niveau gehoben.
2. Die terroristischen Anschläge vom 11. September 2001. Sie markieren eine Zäsur im Sicherheitsverständnis der US Bürger. Der Nimbus der Unverwundbarkeit auf dem Festland der USA ist verloren gegangen. Der letzte direkte Angriff auf die USA – auf Pearl Harbour, auf die Hawaii-Inseln im Pazifik – liegt 60 Jahre

zurück. Und dennoch ist diese Erfahrung für die Amerikaner noch in traumatischer Erinnerung. Umso dramatischer müssen vor diesem Hintergrund die schrecklichen Ereignisse des 11. September 2001 gewertet werden, zumal die weitere politische und militärische Entwicklung nicht vorhergesehen werden kann.

Die Erwartungen vieler Ökonomen, dass die US-Wirtschaft sich nach der Wachstumsverlangsamung im 2. Halbjahr 2000 rasch wieder erholen würde (V-Muster) sind verflogen. Schon vor dem 11. September 2001 verdichteten sich die Hinweise, dass sich ein härterer Aufprall der US-Wirtschaft wohl kaum vermeiden lassen würde. Die negativen Vermögenseffekte durch die niedrigeren Aktienkurse und die steigende Arbeitslosigkeit führten zu niedrigeren Konsumausgaben, der wichtigsten Säule der US-Wirtschaft.

Japan

Auch aus Asien sind derzeit keine Impulse für die Weltkonjunktur zu erwarten. Japan befindet sich laut IWF in der vierten Rezession in 10 Jahren. Dieser große Wirtschaftsraum ist zu einer Belastung für die Weltwirtschaft geworden. Das vergangene Jahrzehnt war ein verlorenes Jahrzehnt für Japan. Von der Preisblase bei den Vermögenswerten und der konjunkturellen Überhitzung Ende der achtziger Jahre hat sich Japan bis heute nicht erholt. Zahlreiche Haushaltsprogramme keynesianischen Stils brachten bestenfalls kurzzeitige Effekte, führten zu keinem nachhaltigen Wachstum, statt dessen zu einer rasch steigenden Staatsverschuldung.

Schwellenländer

Insbesondere von der Entwicklung in den USA und Japan hängen die weiteren wirtschaftlichen Perspektiven der Schwellenländer Lateinamerikas und Südostasiens ab. Für viele Schwellenländer haben sich die Export- und Wachstumsaussichten deutlich verschlechtert. Auch ist ihr Zugang zu den primären Finanzmärkten erheblich schwieriger geworden oder sogar verschlossen. Die in Krisenzeiten immer wieder anzutreffende Flucht in sichere Häfen erschwert und verteuert für die Länder mit hoher Auslandsverschuldung vor allem in Südamerika den Zugang zu Krediten und verschärft die ohnehin bestehende Wirtschafts- und Zahlungsbilanzkrise. Die südostasiatischen Volkswirtschaften, die sich überraschend schnell von der Krise 1997/1998 erholt hatten, blieben in ihrer Wirtschafts- und Exportstruktur – insbesondere im IT-Bereich – von den amerikanischen und japanischen Märkten abhängig. Sie haben es nicht geschafft, ihre Produktions- und Exportstruktur stärker zu diversifizieren.

Euro-Gebiet

Auch in Europa haben sich die Hoffnungen nicht erfüllt, die Anfang des Jahres noch weit verbreitet waren. Die Konjunktur im Euroraum insgesamt konnte sich aus den bereits genannten Gründen nicht von der US-Konjunktur abkoppeln. Hinzu kommen aber spezifische europäische Gründe. Sie liegen zum einen in den Auswirkungen der hohen Ölpreise in Verbindung mit einem schwachen Wechselkurs des Euro. Dadurch – und durch die höheren Nahrungsmittelpreise – kam es zu einem deutlichen Kaufkraftentzug. Der private Verbrauch blieb hinter den Erwartungen zurück. Zum anderen liegen die

Gründe in nach wie vor wachstumshemmenden Strukturproblemen vieler europäischer Volkswirtschaften. In Europa hat sich mit Vollendung des gemeinsamen Binnenmarktes und der Schaffung einer einheitlichen Währung bereits viel verändert. Das heutige Europa kann nicht mit dem der "Euroskerose" in den 80er Jahren verglichen werden. Es bleiben jedoch erhebliche strukturelle Probleme. Sie variieren allerdings in Form und Ausmaß von Land zu Land. Insbesondere in den großen Volkswirtschaften des Euro-Gebiets wurden als notwendig erkannte Reformen immer wieder verschoben oder Reformschritte wieder zurückgenommen. Derzeit hemmen nach wie vor hohe Staatsquoten, kostenträchtige Sozialsysteme, Fehlanreize und überregulierte Märkte die Wachstumsdynamik. Die makroökonomischen Fundamentaldaten hingegen haben sich insgesamt verbessert. Dazu trugen vor allem die Anstrengungen im Zusammenhang mit der Vorbereitung zur Währungsunion bei. Die Haushaltsdefizite wurden in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zurückgeführt. Die Geldpolitik verfolgt einen stetigen Kurs, der auf die mittelfristige Gewährleistung von Preisstabilität abzielt. Dennoch: Die starke Wachstumsabschwächung im Laufe dieses Jahres zeigt überdeutlich, dass die innenwirtschaftliche Dynamik dringend gestärkt werden muss und bisher aufgeschobene Strukturreformen umzusetzen sind.

Das Wirtschaftswachstum des Euro-Gebiets wird in diesem Jahr deutlich niedriger als im Jahr 2000 sein. Die EU-Kommission rechnet mit rund 1 ½ %. Für 2002 dürfte kaum eine deutliche Verbesserung erreicht werden.

Deutschland

Die genannten Gründe für das schwache Wachstum in diesem Jahr gelten insbesondere für Deutschland. Hier hat sich das Wirtschaftswachstum stärker abgeschwächt als in den meisten Staaten der Währungsunion und könnte dieses Jahr nur bei etwa $\frac{3}{4}$ % liegen. Das bedeutet einen dramatischen Einbruch gegenüber dem Jahr 2000, in dem mit 3,0 % ein im Vergleich zu den neunziger Jahren überdurchschnittliches Ergebnis erzielt wurde. Damit weitet sich der Abstand zum Durchschnittswachstum im Eurogebiet wieder aus. Deutschland wird dieses Jahr voraussichtlich das Schlusslicht beim Wachstum sein.

Trotz der Steuerentlastung zu Beginn des Jahres, die vom Volumen her etwa 1 % des BIP ausmachte, ist es nicht gelungen, die Binnen nachfrage stärker zu beleben. Dies liegt zum großen Teil daran, dass der Steuersenkungseffekt durch die höheren Energie- und Nahrungsmittelpreise – die höhere Inflation insgesamt – fast kompensiert wurde. Eine nicht unwesentliche Rolle spielte dabei die zum 1.1.2001 in Kraft getretene nächste Stufe der Ökosteuer, die zusammen mit anderen administrativen Preiserhöhungen zu einem zusätzlichen Kaufkraftentzug durch den Staat und zu einer um $\frac{1}{2}$ %-Punkt höheren Inflationsrate führte.

Weltwirtschaftliche Perspektiven

Wie sind nun die Perspektiven für die Weltwirtschaft angesichts des deutlichen Wirtschaftsabschwungs in allen wichtigen Regionen der Welt? Droht eine globale Rezession oder befinden wir uns bereits in einer Rezession? Richtig ist, dass die bis vor kurzem gehegten

Erwartungen, die Konjunkturlage in USA und auch in Europa könnte sich noch in diesem Jahr zum Besseren wenden, verflogen sind. Zu groß sind die zusätzlichen Unsicherheiten, die mit den Ereignissen und Folgen des 11. September 2001 verbunden sind.

Von einer globalen Rezession zu sprechen, erscheint nicht gerechtfertigt. Man sollte höchst vorsichtig mit diesem "R"-Wort umgehen. Die Probleme beginnen schon damit, was man unter Rezession versteht. Eine Definition eines weltwirtschaftlichen Rezessionsbegriffs gibt es nicht. Festzustellen ist, dass das globale BIP auch in solchen Phasen nicht zurückgegangen ist, die allgemein als "Weltrezession" bezeichnet werden. Der geringste Zuwachs seit Beginn der 80er Jahre ergab sich 1982 mit 0,5 %.

In den USA wird unter anderem eine rein "technische" Definition verwendet, die allerdings auch unter amerikanischen Ökonomen sehr umstritten ist. Danach befindet sich eine Volkswirtschaft in einer Rezession, wenn das reale BIP mindestens zwei Quartale in Folge zurückgeht. Wir in der Bundesbank halten es für sinnvoll erst dann von einer Rezession zu sprechen, wenn die gesamtwirtschaftliche Aktivität durch eine länger andauernde, breit angelegte Schwäche gekennzeichnet ist. Für den Konjunkturbeobachter stellt sich dabei immer das Diagnoseproblem, zwischen kurzlebigen Wachstumspausen, zyklischer Abschwächung und Rezession zu unterscheiden. Dies ist insbesondere dann schwierig, wenn z. B. wie im Eurogebiet und insbesondere in Deutschland, bei einem flachen Wachstumspfad zyklische Schwankungen leicht in eine Rezession einmünden können.

Von besonderer Bedeutung ist für uns Europäer die Definition des Begriffs einer "schweren Rezession" nach dem Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt. Danach liegt eine schwere Rezession vor, wenn das reale BIP um mindestens 0,75 % auf Jahresbasis zurückgeht.

Unter Berücksichtigung dieser Definitionsversuche lässt sich folgendes festhalten:

1. Betrachtet man die einzelnen Wirtschaftsräume, so dürfte nur für die wirtschaftliche Lage Japans die Bezeichnung Rezession zu rechtfertigen sein.
2. Von einer Rezession im Euroraum oder einem Mitgliedstaat kann derzeit nicht die Rede sein. Von der deutschen Wirtschaft können wir von einem Zustand nahe einer Stagnation des wirtschaftlichen Wachstums sprechen.
3. Schwieriger ist die Lage in den Vereinigten Staaten zu beurteilen. Der Wirtschaftsberater des amerikanischen Präsidenten erklärte kürzlich, die US Wirtschaftsleistung werde nach dem 3. Quartal auch im 4. Quartal 2001 schrumpfen. Zunächst zeigt aber die gesamtwirtschaftliche Aktivität noch keine breit angelegte Schwäche.

Wenn in diesem Jahr offenbar keine Trendwende mehr erwartet werden kann, wann wird sich dann das wirtschaftliche Wachstum wieder beschleunigen? Dies ist zunächst sehr schwierig zu prognostizieren. Im wesentlichen werden wohl folgende

Determinanten die weiteren wirtschaftlichen Perspektiven bestimmen:

- die Entwicklung des Ölpreises,
- die Entwicklung an den Aktienmärkten,
- ob es zu weiteren Anschlägen oder einer Ausweitung der militärischen Auseinandersetzungen kommt und
- die Stabilisierung des Vertrauens von Investoren und Verbrauchern.

Die drei ersten Faktoren sind sehr schwer einzuschätzen. Von ihnen hängt aber wesentlich die Vertrauensbildung ab. Es wird auch von politischem Verhalten und Entscheidungen abhängen, Vertrauensverluste zu vermeiden. Dabei ist die Rolle der Politik jedoch durchaus umstritten. Die Alternativen reichen von hektisch-aktionistischen Maßnahmen über die Fortsetzung einer mittelfristig ausgerichteten wirtschaftspolitischen Strategie bis zum "Nichts-Tun".

Zu fragen ist zunächst, ob nicht eine enge Kooperation zwischen den Industrieländern angesichts des synchron verlaufenden Abschwungs erforderlich wäre, um ein mögliches Abgleiten in eine länger anhaltende Wachstumsschwäche zu verhindern. Um es bei diesem Punkt kurz zu machen: Die Kooperation zwischen den G 7 funktioniert. Aber sie darf nicht so verstanden werden, dass einzelnen Ländern – gegen ihren Willen – bestimmte Maßnahmen aufgekrochen werden, aus denen sich mittelfristig erhebliche Ungleichgewichte ergeben können. Ein besonderes Beispiel ist das Louvre-Abkommen von 1987, mit dem Japan zu einer äußerst

expansiven Finanz- und Geldpolitik gedrängt wurde, unter dessen Folgen die japanische Wirtschaft noch heute leidet. Es muss vermieden werden, dass sich die internationalen Ungleichgewichte verschärfen und auf nationaler Ebene neue Ungleichgewichte entstehen.

Hilfreich könnten jedoch Absprachen über die nächste Welthandelsrunde der WTO sein und eine Verständigung unter den Industrieländern darüber zu erreichen, einen für alle schädlichen Subventionswettlauf zu vermeiden. Eine gegenseitige Abschottung durch protektionistische Maßnahmen oder globale Wettbewerbsverzerrungen durch Subventionen wären schädlich für die Weltwirtschaft.

Da in jeder Region spezifische Gründe für die deutliche Abschwächung des Wachstums festgestellt werden, können auch nur regions- oder landesspezifische Maßnahmen in Frage kommen. Dabei muss jeder seine Hausaufgaben machen. Dies wäre der beste Beitrag zu einer globalen wirtschaftlichen Belebung.

USA

Die USA hatten schon vor dem 11. September 2001 weitreichende Maßnahmen beschlossen, um den offenbar gewordenen Abschwung zu bremsen und wieder zu höherem Wachstum zurückzukehren. Die amerikanische Fed hat seit Jahresbeginn die Zinsen neunmal gesenkt – um insgesamt 4 Prozentpunkte und auch die Fiskalpolitik schwenkte auf einen noch expansiveren Kurs ein. Der Leitzins liegt mit 2,5 % nun leicht unter der Inflationsrate auf

dem niedrigsten Niveau seit 1962. Die kurzfristigen Realzinsen sind damit leicht negativ. Die Fiskalmaßnahmen für das Jahr 2001 erreichen mittlerweile ein Volumen von 1,5% des Bruttoinlandsproduktes. Das ist ein erheblicher Stimulus. Beängstigen muss die fiskalpolitische Lockerung in der kurzen Frist dennoch nicht. Sie erfolgt vor dem Hintergrund einer soliden Haushaltsposition, die in den 90er Jahren erarbeitet wurde. Der dadurch geschaffene Spielraum wird jetzt offensiv genutzt. Die zusätzlichen Maßnahmen, die derzeit vom Gesetzgeber diskutiert werden, haben durchaus keynesianischen Charakter, gefährden allerdings den bisher erwarteten Haushaltsüberschuss für das gerade begonnene Fiskaljahr. Allerdings käme ein leichter Überschuss ohnehin nur zustande, weil das US-amerikanische Sozialversicherungssystem derzeit noch erhebliche Überschüsse erwirtschaftet.

Der aggressive Einsatz der Geldpolitik in den USA ist angesichts der Befürchtung, dass der Abschwung selbstverstärkend werden könnte, verständlich. Er birgt aber auch Risiken, wie schon das zuletzt hohe Geldmengenwachstum zeigt. Wenn das Vertrauen von Verbrauchern und Investoren nicht rasch wiederhergestellt werden kann – und dies wird angesichts der anhaltend hohen Unsicherheiten schwierig sein – kann der monetäre und fiskalische Stimulus verpuffen. Sind die Maßnahmen zur Krisenbekämpfung erfolgreich, besteht die Gefahr einer erneuten Übersteuerung. Sie könnte abermals zu einer Überhitzung und anschließend zu einer Politik des „stop-and-go“ mit all ihren Risiken und möglichen Fehlsteuerungen führen. Hinzu kommt, dass aufgrund der Wirkungsverzögerung geldpolitischer Maßnahmen ein Teil der diesjährigen Zinssenkungen

erst im zweiten Halbjahr 2002 fühlbar wird und dann bereits wieder prozyklisch wirken könnte. In der kurzen Frist treibt die Verantwortlichen jedoch eher die Sorge um, dass die Preise für Vermögenswerte weiter fallen und den privaten Konsum verstärkt drücken könnten. Trotzdem bietet die fundamentale Stärke und Anpassungsfähigkeit der amerikanischen Volkswirtschaft mit ihren flexiblen Arbeits- und Gütermärkten gute Voraussetzungen dafür, dass die USA die Krise überwinden. Aber der Weg zur Erholung wird wohl steiniger werden als vermutet und länger dauern als von vielen noch vor kurzem erwartet.

Japan

Der makroökonomische Spielraum Japans ist ausgereizt. Dies gilt auch für die Geldpolitik. In der gegenwärtigen Situation eines drohenden Teufelskreises von fallenden Preisen und Rezession regt auch die Nullzinspolitik das Wachstum nicht mehr an. Es ist jetzt wichtig, dass Japan nicht ein weiteres Jahrzehnt verliert. Die drohende Überalterung der Bevölkerung macht eine baldige Überwindung der Strukturskrise noch drängender. Die japanische Regierung hat angekündigt, Strukturreformen entschlossen anzupacken. Dies wird allerdings Zeit brauchen. Wichtig sind zum Beispiel eine entschiedene Sanierung des Banken- und Versicherungssektors, aber auch eine Konsolidierung des überdimensionierten Bausektors. Man kann nur hoffen, dass Reformmaßnahmen nicht wie in den neunziger Jahren Stückwerk bleiben, sondern energisch angepackt werden und ineinander greifen.

Euro-Gebiet

Im Eurogebiet ist die Antwort auf die Wachstumsabschwächung eine andere als in den USA. Zu erklären ist dies mit der unterschiedlichen Problemlage. Hinzu kommt der politische Paradigmenwechsel, der mit der Vorbereitung auf die Währungsunion vollzogen wurde und bei dem es um eine Verfestigung der Politik geht. Mit der Währungsunion ist das Entstehen einer europäischen Stabilitätskultur verbunden, die gleichzeitig den Abschied von der alten zyklischen Politik mit ihrem „stop-and-go“ bedeutete. Der Umsetzung dieses Politikansatzes in den vergangenen fünf Jahren ist es zuzuschreiben, dass die makroökonomischen Fundamentaldaten in der Eurozone heute erheblich gesünder sind.

Allerdings gehen auch bereits jetzt im Eurogebiet sowohl von der Finanzpolitik – durch Steuersenkungen und Überschreiten der Defizitziele – als auch von der Geldpolitik – Rückgang der Notenbankzinsen um 100 Basispunkte seit Mai 2001 – expansive Effekte aus.

Was die positiven Rahmendaten angeht, sind insbesondere drei Punkte zu nennen:

1. Die Schaffung der Währungsunion mit einer einheitlichen Währung für Europa hat die Wechselkursspannungen beseitigt, denen viele Länder des heutigen Euro-Gebiets bei externen Schocks in der Vergangenheit ausgesetzt waren.

2. Es gibt derzeit im Euro-Gebiet keine größeren Ungleichgewichte. Die stärker mittelfristig ausgerichtet Politiken, die auf Preisniveaustabilität, gesunde öffentliche Finanzen, moderate Lohnentwicklung und Strukturreformen abzielen, sind positiv zu bewerten.
3. Die Kreditbedingungen sind günstig. Die langfristigen Zinsen liegen derzeit bei 4 ¾ % und damit genau so hoch wie in den USA nach neun Zinssenkungen in diesem Jahr. Jedenfalls ist das derzeitige Zinsniveau kein Hemmnis für mehr Investitionen.

Der mit der Vorbereitung auf die Währungsunion vollzogene politische Paradigmenwechsel folgte aus der Erkenntnis, dass mittelfristig ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitiken am besten geeignet sind, Vertrauen zu schaffen und ein nachhaltiges, inflationsfreies Wirtschaftswachstum zu erreichen. Die Geldpolitik ist nach europäischem Denken zur konjunkturpolitischen Feinsteuerung nicht geeignet. Die volle Wirkung geldpolitischer Maßnahmen greift erst mit erheblicher Zeitverzögerung. Eine Geldpolitik, die eine aktive Konjunktursteuerung anstrebt, läuft stets Gefahr, letztlich prozyklisch zu wirken. Langfristig leistet die Geldpolitik nach unserer Überzeugung den besten Beitrag zum Wachstum, indem sie dauerhaft und verlässlich die Sicherung der Preisstabilität anstrebt.

Deshalb dürfen Politiker die Möglichkeiten der Geldpolitik nicht überschätzen. Die Geldpolitik kann nicht das geradebiegen, was in den nationalen Finanz-, Sozial- und Arbeitsmarktpolitiken verbogen würde.

Die derzeitige Diskussion über fiskalische Konjunkturprogramme halte ich für fehlgeleitet. Ich möchte daran erinnern, dass es noch nie gelungen ist, die in ungünstigen wirtschaftlichen Zeiten gemachten Schulden in einer Phase höheren Wachstums wieder zurückzuführen. Nicht umsonst kämpfen viele Staaten der EU heute noch mit den hohen Schuldenständen, die insbesondere in den 70er und Anfang der 80er Jahre aufgebaut wurden.

Wenn man es ernst meint mit dem haushaltspolitischen Richtungswechsel unter den Bedingungen der Währungsunion, dann muss an dem Stabilitäts- und Wachstumspakt gerade in der Krise festgehalten werden. Mit ihm wurde einer keynesianisch ausgerichteten Fiskalpolitik eine Absage erteilt. Dabei ist der Stabilitätspakt alles andere als eine haushaltspolitische "Zwangsjacke". Sie wird nur von denjenigen als solche empfunden, die die besseren konjunkturellen Zeiten nicht zu einer nachhaltigen Haushaltskonsolidierung genutzt haben – die also ihre Hausaufgaben nicht gemacht haben. Die konjunkturelle Abschwächung darf übrigens auch nach dem Pakt über die automatischen Stabilisatoren voll auf die Haushaltsposition durchwirken, wenn eine zumindest annähernd ausgeglichene Haushaltsposition erreicht ist. Diese Bedingung wird von den meisten Mitgliedsländern erfüllt – leider gehört Deutschland nicht dazu.

Nur wenn die Konsolidierungsbemühungen konsequent fortgeführt und Handlungsspielräume zurückgewonnen werden, kann Konjunkturpolitik mit fiskalischen Mitteln wieder eine Option werden. Dieser Spielraum ist im Gegensatz zu den USA insbesondere in den großen Ländern der Währungsunion noch nicht vorhanden. Aber

selbst wenn der Spielraum vorhanden ist, schaffen diskretionäre fiskalische Maßnahmen zur Konjunktursteuerung eine Fülle von Problemen. Die ins Auge gefassten Maßnahmen sind häufig kurzatmig. Sie werden nicht selten erst dann umgesetzt, wenn die Konjunktur schon wieder gedreht hat. Sind sie dann aber in Kraft, werden sie auch bei guter Konjunktur häufig lange beibehalten. Die zahlreichen Revisionen von Konjunkturprognosen in diesem Jahr und die aktuelle Unsicherheit über den Konjunkturausblick zeigen, wie schwer eine punktgenaue Konjunktursteuerung mit Hilfe der Geld- und Fiskalpolitik wäre.

Es kommt jetzt darauf an, nicht in Hektik und politischen Aktionismus zu verfallen. Das was wir in Europa erreicht haben – z. T. mit großen Mühen – darf in der ersten Krise nicht aufs Spiel gesetzt werden. Die soliden Grundlagen der WWU dürfen nicht gefährdet werden, weil dies vertrauensschädigend wirkt und zu neuen Ungleichgewichten in Europa und insbesondere zu einer finanziellen Destabilisierung mit negativen Rückwirkungen auf das Wirtschaftswachstum und die Währungsunion führen würde.

Wichtig ist jetzt, dass an die Stelle eines Denkens in tagespolitischen Opportunitäten ein Denken in gesamtwirtschaftlichen Zusammenhängen tritt. Die Sekundärwirkungen und die mittel- und langfristigen Folgen von Maßnahmen, wie z. B. einer konjunkturellen Feinsteuerung durch höhere Schulden, müssen stärker in den Mittelpunkt rücken. Im Rahmen eines solchen Denkens sollte jede einzelne Maßnahme ordnungspolitisch eindeutig als Teil einer Gesamtkonzeption erkennbar sein. Leider hat man bei der

wirtschaftspolitischen Debatte in Deutschland gelegentlich den Eindruck, dass Ordnungspolitik zu einem Fremdwort geworden ist und Sekundär- und Langfristwirkungen bei wirtschaftspolitischen Entscheidungen kaum noch beachtet werden.

Letzteres mag auch mit den Eigentümlichkeiten einer Mediawirklichkeit zu tun haben, in der die Primärwirkung bzw. die gut sichtbare direkte Wirkung einer Maßnahme im Mittelpunkt steht. Der erste Pendelschlag einer Maßnahme ist der Öffentlichkeit gewöhnlich leicht zu vermitteln. Anders sieht es häufig aus, wenn das Pendel zurückschwingt. Sekundärwirkungen sind vielfach komplizierter, weniger greifbar und umstritten. Eine weitere Folge der Mediengesellschaft ist, dass die breite Popularität von wirtschaftspolitischen Maßnahmen immer wichtiger für deren dauerhafte Durchsetzung wird. Es wäre aber ein schlechter Dienst an unserer Zukunft, würden Maßnahmen nur isoliert und nach ihrer Primärwirkung beurteilt. Mein Plädoyer gilt daher einer Politik, die darauf achtet, dass sich Einzelmaßnahmen sinnvoll in den Gesamtzusammenhang einordnen.

Neben diesem Problem, der tagespolitischen Opportunität nachzugeben, zähle ich zu den Risiken auch den inzwischen deutlich spürbaren Druck auf die EZB, die Zinsen weiter zu senken. Vorweg: Die EZB wird – wie in der Vergangenheit – aufgrund ihrer eigenen intensiven Analyse im Rahmen des ihr gegebenen Mandats entscheiden. Dabei ist der Blick auf beide Säulen der geldpolitischen Strategie zu lenken. Ich möchte aber insbesondere daran erinnern, dass aus historischen Erfahrungen und guten politischen und

ökonomischen Gründen heraus, inzwischen fast weltweit die Geldpolitik – mit der Verantwortung für stabile Preise – unabhängigen Institutionen übertragen wurde. Dieser wichtige Politikbereich wurde dem Zugriff bzw. dem Einfluss der Politik entzogen. Denn die Politik neigt dazu, kurzfristiger Opportunität zu folgen.

Deshalb sollten sich die Politiker mit Ratschlägen an die Adresse der Geldpolitik zurückhalten. Ebenso mit den Hinweisen, dass weitere Zinssenkungen es erlauben würden, den haushaltspolitischen Konsolidierungskurs fortzusetzen. Diese Verwischung von Verantwortlichkeiten ist der Sache nicht dienlich und verstößt zudem gegen das im Maastricht-Vertrag festgeschriebene Verbot der Einflussnahme auf die Geldpolitik.

Was das Euro-Gebiet jetzt braucht, ist die Umsetzung von umfassenden Strukturreformen. Vieles hat sich in Europa bereits geändert – mehr in den kleineren Volkswirtschaften als in den großen.

Reformen sind nötig hinsichtlich Umfang und Struktur der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben sowie auf den Güter- und Arbeitsmärkten, damit die relativ niedrige Potentialwachstumsrate im Euro-Gebiet gesteigert wird. Niedrige wirtschaftliche Wachstumsraten und nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit sind keineswegs schicksalhaft. Dies haben die kleineren Volkswirtschaften Europas demonstriert. Eine überzeugende Umsetzung der notwendigen Reformen wird es den Volkswirtschaften des Euro-Gebiets er-

möglichen, wirtschaftliche Schocks leichter abzufangen als in der Vergangenheit.

Vieles was noch zu tun ist wurde bereits letztes Jahr vom Europäischen Rat in Lissabon beschlossen. Dort wurde u. a. die Liberalisierung in Bereichen wie Gas, Strom, Postdienste und Verkehr gefordert. Vermehrte Anstrengungen zum Subventionsabbau wurden verlangt. Es wurde angemahnt, dass relativ schlecht bezahlte Arbeit weniger belastet und die beschäftigungs- und ausbildungsfördernde Wirkung der Steuer- und Sozialleistungssysteme verbessert werden sollte. Es wurde angeregt, öffentliche Ausgaben von konsumtiven in investive Ausgaben umzuschichten. Der Stellenwert der Bildungspolitik soll aufgewertet werden. Entscheidend sind aber nicht Ankündigungen. Was Sonntags beschlossen wird, muss dann auch Montags umgesetzt werden. Die Verwirklichung dieser Ziele muss gerade jetzt energisch vorangetrieben werden, um die strukturelle Wachstumsschwäche vieler europäischer Länder, die derzeit deutlich zu Tage tritt, zu überwinden.

Unterstützt wird dieser Ansatz zu Strukturreformen auch von zahlreichen internationalen Institutionen wie dem IWF und der OECD, die schon seit Jahren auf Versäumnisse hinweisen. So errechnete die OECD, dass 80 % der Arbeitslosigkeit in der EU strukturell bedingt sind. Die EU-Kommission bestätigte vor wenigen Wochen in einer Studie zu den Steuer- und Wohlfahrtssystemen in Europa, dass die Sozialsysteme in fast allen Mitgliedstaaten beschäftigungsfreundlicher gestaltet werden müssten. Die Kommission schreibt den Regierungen ins Stammbuch, dass die Reform der Sozial-

versicherungssysteme erst am Anfang steht und Wechselwirkungen zwischen Sozialsystemen und Steuersystemen vernachlässigt wurden. Es sei dringend erforderlich, die Großzügigkeit der Sozialsysteme und den Zugang zu ihnen zu beschränken. Vor allem müsse die Verzahnung zwischen Sozialpolitik und Arbeitsmarktpolitik verbessert werden. Nicht das Verweilen in Transferprogrammen des Wohlfahrstaates sollte prämiert werden. Vielmehr solle der Wechsel in den ersten Arbeitsmarkt Ziel staatlicher Sozialpolitik sein.

Nochmals: An Analyse und Erkenntnissen mangelt es nicht. Es fehlt einfach der politische Wille oder die politische Kraft, für die gesellschaftliche Akzeptanz notwendiger Reformen zu werben und das richtig Erkannte durchzusetzen.

Deutschland

Was wäre in Deutschland zu unternehmen, um die Wachstumsschwäche zu überwinden? Steuererhöhungen sind jedenfalls nicht hilfreich. Die nächsten Stufen der Ökosteuer, die Anhebung der Versicherungssteuer und die zweistufige Erhöhung der Tabaksteuer bedeuten eine weitere Kaufkraftabschöpfung durch den Staat und gleichzeitig einen erneuten von staatlicher Seite zu verantwortenden Inflationsschub von jeweils 0,4 Prozentpunkten in 2002 und 2003.

Weit darüber hinausgehend sollte die gegenwärtige Konjunkturschwäche Anlass sein, um endlich ernst zu machen mit den notwendigen Strukturreformen. Aus Sicht der Politik oder einzelner

Interessenverbände ist es zwar stets der falsche Zeitpunkt, um solche im Einzelfall schmerzhaften Reformen energisch anzugehen. Sind die Zeiten gut, so gelten Reformen als nicht so zwingend. Der politische Wille erlahmt. Sind die Zeiten rauh wie derzeit, ist der Reformdruck groß. Dafür geht aber die Angst um, die Reformen verschärfen kurzfristig noch die Probleme.

So wie die Makropolitik sollten auch die Strukturreformen vom Grundsatz der Verlässlichkeit und Planbarkeit geleitet sein. Dies wäre mehr als alles andere geeignet, um das Vertrauen der Verbraucher und Investoren dauerhaft zu stärken und zu sichern. Um dieses Ziel zu erreichen, sollte – getragen von einer breiten politischen Mehrheit – ein mittel- bis längerfristiges Strukturreformprogramm mit fest stehenden Daten für einzelne Maßnahmen auf den Weg gebracht werden. Diese Maßnahmen sollten dann in den zwei kommenden Legislaturperioden von 2002 bis 2010 schrittweise umgesetzt werden. Ein solches verbindliches Programm bietet auch die beste Gewähr dafür, dass der Reformprozess nicht nach einem Anfangsschwung im politischen Alltag zerredet wird.

Im Zentrum eines solchen Programms sollte das Ziel stehen, die Staatsquote bis 2008 oder 2010 auf eine festgelegte Marke zu senken. Die Staatsquote in Deutschland liegt in der Nähe von 49 %, und ist damit höher als in vielen anderen Industrieländern, insbesondere den USA. Es ist diskussionswürdig, ob so die Zukunftsfähigkeit Deutschlands gewährleistet werden kann. Vieles spricht dafür, die Staatsquote schrittweise deutlich abzusenken. Dazu ist neben einer konsequenten Fortsetzung des Konsolidierungskurses der öffentlichen Haushalte vor

allem eine stufenweise weitere Absenkung der Lohn- und Einkommensteuersätze einschließlich einer Vereinfachung des Steuerrechts erforderlich. Ebenso wichtig ist der Umbau des Sozialstaates. Dieser Umbau würde nicht nur die Staatsquote senken. Er würde auch ermöglichen - ohne Erhöhung der Ökosteuer -, die Arbeitskosten – Lohnnebenkosten – wieder konkurrenzfähiger zu machen und Fehlanreize zu beseitigen. Der IWF bezeichnet Deutschlands Rigiditäten des Arbeitsmarktes als das hartnäckigste Strukturproblem.

Insbesondere vier Bereiche spielen eine bedeutende Rolle für Investitionen und damit für wirtschaftliches Wachstum und Arbeitsplätze. Dabei geht es um

- den Grad des Schutzes der Beschäftigungsverhältnisse,
- Form, Höhe und Dauer der Arbeitslosenunterstützung,
- den Lohnfindungsprozess und die Lohndifferenzierung
- und die Höhe der Lohnnebenkosten.

Strukturelle Starrheiten auf dem Arbeitsmarkt verringern die Geschwindigkeit, mit der sich eine Volkswirtschaft an ungünstige Entwicklungen, wie z. B. eine plötzliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, anpasst. Solche strukturellen Starrheiten sind daher typischerweise mit anhaltend hoher Arbeitslosigkeit verknüpft. Sie begrenzen das Tempo, in dem eine Volkswirtschaft wachsen kann, ohne inflationären Druck zu erzeugen.

Schluß

Wo stehen wir zwischen Optimismus und Pessimismus? Was ist bloße Hoffnung und was sind deutliche Indikationen für die weitere weltwirtschaftliche Entwicklung?

Zweifelsohne ist die Lage schwierig. Dennoch wird die Weltwirtschaft in diesem wie auch im nächsten Jahr wachsen und es gibt Fakten, die zu sehr vorsichtigem Optimismus Anlass geben können. Hierzu zählt die Anpassungsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft und die verbesserten gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten seit dem Vorbereitungsprozess auf die Währungsunion im Euro-Gebiet.

Kritisch sind die Ereignisse des 11. September 2001 zu werten. Sie haben kurzfristig bremsende Auswirkungen auf die US-Wirtschaft und darüber hinaus. Die längerfristigen Effekte, die insbesondere von der weiteren politisch-militärischen Entwicklung abhängen, kann derzeit niemand verlässlich beurteilen.

Im Zentrum der politischen Bemühungen muss stehen, das Vertrauen von Konsumenten und Investoren nicht weiter zu erschüttern.

Ich halte drei Punkte für essentiell:

1. Die durch die Konjunkturabschwächung offen gelegten politischen Defizite müssen beseitigt werden. Hektische politische "Schnellschüsse" würden aber die Nervosität eher noch erhöhen. Vielmehr ist eine Verstetigung der Politik nötig,

die zur Vertrauensstabilisierung und zur Verfestigung des Wachstums beiträgt. Hier hat jede Regierung ihre Hausaufgaben zu machen. Damit wird auch das Entstehen neuer Ungleichgewichte verhindert.

2. Es darf keine wirtschaftliche Abschottung der verschiedenen Wirtschaftsregionen der Welt gegeneinander geben. Das Wiederaufleben protektionistischer Tendenzen könnte schwerwiegende negative Folgen für die Weltwirtschaft haben. Die Märkte müssen nicht nur offen gehalten werden, vielmehr sollte die Liberalisierung des Güter- und Dienstleistungsaustauschs im Rahmen einer neuen Welthandelsrunde weiter vorangetrieben werden.
3. Die großen Industrieländer müssen einen Subventionswettlauf miteinander vermeiden. Niemand kann einen solchen Wettlauf letzten Endes gewinnen. Globale Wettbewerbsverzerrungen würden die weltwirtschaftlichen Perspektiven belasten.

Angesichts der hohen Unsicherheit sind derzeit für die künftigen Entwicklungen viele Szenarien möglich. Ein wahrscheinliches Szenario ist ein verzögert einsetzender und dann verhalten verlaufender Aufschwung.

Für Deutschland würde in der aktuellen Situation die konsequente Umsetzung der angesprochenen Reformen Vertrauen und die dringend benötigte Aufbruchstimmung schaffen. Nicht Rhetorik ist das Gebot der Stunde, sondern Taten. Der Beweis, dass der

reklamierte Reformwille ernst gemeint ist, muss gerade in der jetzigen Lage angetreten werden. Glaubwürdige mittelfristig orientierte Konzepte liefern in Phasen mit unsicheren Perspektiven einen wichtigen Stabilisierungsbeitrag und wirken damit vertrauensbildend. Ich kann Ihnen versichern, dass die stabilitätsorientierte Geldpolitik des Eurosystems genau in dieses Bild passt und dass auch weiterhin an dieser mittelfristigen Ausrichtung festgehalten wird.

Embargo:
29 October 2001, 11.00 a.m. local time

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

President

of the Deutsche Bundesbank

On the eve of EU enlargement

Speech delivered at Danmarks Nationalbank

in Copenhagen

October 29, 2001

I

Ladies and gentlemen

It is a pleasure for me to have the opportunity today to present some of my views here at Danmarks Nationalbanken. Thank you very much for your warm welcome.

I have been fortunate to have had the opportunity yesterday to get around a little in Copenhagen and in the northern part of Sealand. Time and again I note and appreciate the friendly atmosphere that exists in Denmark.

And time and again, as a European, I experience a real sense of regret that Denmark will not be one of the countries to make full use of the common European currency from 1 January 2002. Well, I hope you will acquire a taste for the euro later on.

In terms of economics, there are three things that relate Germany and Denmark to each other. Denmark's most important trading partner is Germany. Denmark's coasts and islands are a favourite destination for German tourists. And, of course, Denmark and Germany have a strong common interest in the upcoming eastward enlargement of the EU. That brings me to why I am here today — to discuss this vital topic with you.

II

Unfortunately, no discussion of economic issues can take place today without due consideration being given to the devastating terrorist attacks on New York and Washington.

When the attacks were launched on the United States of America on 11 September, the world economy had already weakened significantly. For the first time since the mid-seventies oil crisis, the G-7 countries are slowing in step, although the nature of the slowing is country-specific. As a result, world trade growth is down to two percent after growth of 12 percent in 2000 [due to a WTO estimate].

The economy in the United States had been slowing down sharply, led by lower investment spending following the IT-investment boom. Via the link to external demand, shrinking US investment expenditure had a negative impact on emerging markets in south-east Asia. Japan has not yet emerged from its decade-long slump. The banking crisis in the 1990s and unresolved structural problems still weigh heavily on the Japanese economy.

The world economy today finds itself in a state of heightened uncertainty. The events in New York and Washington have undermined the confidence of both businesses and consumers. The extent and the duration of the military encounter as well as the extent of the anthrax incidents will determine the level of confidence among consumers and businesses in the coming months.

Part of the current uncertainty lies in the fact that indicators refer to the period before the watershed date 11 September. This portion of uncertainty will recede as ever more figures cover the post-attack period.

In the euro area, economic growth is currently significantly below potential. The economy grew by only half a per cent in the first quarter and stagnated in the second quarter. Business and consumer confidence had been falling even before 11 September and the reduction in unemployment has come to a halt at 8.3 percent. The return to the presumed potential growth path of 2 ½ percent a year will be delayed.

There are, however, a couple of reasons to remain optimistic for the economic prospects of the euro area in the medium term. The expansionary effects of this year's interest rate cuts are still in the pipeline. It takes some quarters for interest rate measures to start affecting the real economy. In addition, low real interest rates make for favourable financing conditions throughout the euro area.

Increased use of information and communication technology will bolster potential growth. In this respect, the euro area is in a rather favourable position. A major portion

of potential productivity gains of IT investment are yet to be realised. Heavy overinvestment in IT had been avoided in the euro area.

Definitely good news is on the price front. Inflation in the euro area has been falling since reaching its peak in May [3.4 %]. In September, consumer prices were 2.5 percent higher than in the previous year [August 2.8 %]. Early indicators such as producer prices and the prospected German inflation rate in October [2.0 %] point to a further fall in inflation in the near future.

Monetary policymakers in the Eurosystem have lowered official interest rates during the course of this year by 100 basis points, acknowledging lower price pressure over the medium term. The Eurosystem's monetary policy measures are tailored to the medium-term outlook for price stability. If, in the Governing Council of the ECB, we see the possibility of reducing interest rates further without compromising price stability, we will do so.

For fiscal policy, it is of the utmost importance that the current situation be assessed in a realistic manner and that the instruments available are applied carefully. Activism and excessive zeal are perfectly understandable — but detrimental. The appropriate stance for fiscal policy now is to make use of built-in stabilisers. There is no room for extra spending programmes in the euro area, as these would clearly compromise consolidation efforts. Furthermore, it is plainly impossible to ensure that additional spending is timed precisely to meet the economies' needs. An extra budget may even turn out to have a procyclical effect.

There is, however, room for structural reforms in the euro area. Higher flexibility of labour and product markets can, first, bolster confidence in the euro area. It will, second, enable the euro area to even better cope with external shocks.

Economic and financial links bring economic weaknesses in other parts of the world to our doorstep faster now than ever. The euro area, however, is well equipped to weather many a storm. In its brief history, the Eurosystem, has already dealt with three external

shocks and crises. The keywords are "the Asian crisis", "the oil price shock" and now "terror". That means that we have withstood what has been regarded as the worst case scenario for the new currency.

Looking back on three years of European monetary union we can therefore safely say that in the Eurosystem we have coped with various forms of stress. Our success is founded on the common stability orientation. The Eurosystem is obliged by the EC Treaty to maintain price stability. Fiscal policy is committed to sound public finances by means of the Stability and Growth Pact. Productivity growth is now usually taken into account when wage agreements are negotiated.

A generally stable currency and markets that trust the stability-orientation of central banks make for lower price increases in times of crises. They also anchor inflation expectations at low levels. The greater currency area is able to cushion external shocks. Now, with a common currency, Europe is taking a more important place in the world arena and will therefore be able to assume a position of greater responsibility.

III

Ladies and gentlemen,

The attacks on New York and Washington coincide with the intensifying of a debate about the opportunities and threats of globalisation. Both issues are linked to some extent. Both lead to the conclusion that isolationism is not a workable concept in today's world.

Therefore, a need arises for us all to get involved in the debate. A broad based appreciation of the world economic order coupled with the prospect of prosperity for developing countries will cut the ground from under the terrorists' feet in the long run.

One of the answers to the questions posed by recent events is to expand international trade. The World Trade Organisation — the WTO — is crucial in this respect. At its meeting in the state of Qatar in November, the Ministerial Conference will formally

confirm China's admission to the WTO. One billion more people will then benefit by trade liberalisation.

A new round of world trade negotiations must not fail again. In the current situation, it would be wrong to restrict openness. Quite the reverse – the opening of the world's economies must be speeded up.

Empirical research¹ confirms that if the degree of an economy's openness — measured by trade volume as a percentage of GDP — rises by one percentage point, GDP per capita rises by two percentage points. Clearly, this is only a rule of thumb, but these gains would represent nearly one trillion of additional world GDP annually. That equals about one-tenth of the US economy.

Developing countries derive exceptional benefit from free trade. If international trade were liberalised completely, they could see an increase of three percent in their annual GDP or — more impressive — three times the foreign aid they receive annually. Even if this figures exaggerated the effects, let's not forego that globalisation dividend!

Higher trade volumes and, of course, inward direct investment provide opportunities to participate in prosperity. Thirty years ago, for example, South Korea, was as poor as Ghana. Thanks to industrialisation, to high internal savings and to its integration into the world economy, it is now as rich as Portugal. Globalisation is not a zero-sum game. It is to the benefit of all people. Therefore the advanced countries must avoid trying to protect certain industries. Isolationism is clearly not a promising alternative.

Balancing interests internationally cannot stop at world trade. As the emerging markets' share in the world economy increases, they need to be integrated into the institutional arrangements of the world economy. In 1996 the Bank for International Settlement admitted emerging markets such as South Korea, China and Russia. Emerging markets play a key role in heightening the acceptance of the world economic order.

¹ Frankel, Jeffrey and David Romer (1999). "Does Trade cause Growth?" In: American Economic Review 89(3), p. 379 – 399.

As a dedicated European, I would like to see Europe playing a mediating role. Europe does not seem to be a superpower destined to attract admiration or envy. Europe is therefore virtually predestined to be a mediator in balancing interests in the world.

Today, looking after national interests is done less and less effectively at the national level. After the terrorist attack, this has become obvious for a whole host of policies. Domestic and foreign policy are no longer separate issues. A transnational approach is now called for. Again, isolationism is no longer an option.

In Europe, we have already gone a long way towards this new approach. Monetary policy currently completes this process. Monetary policy in the euro area is denationalised.

In Europe we will go further along this path as we advance towards EU enlargement.

IV

In June, the European summit in Gothenburg proclaimed the accession process "irreversible". It is envisaged that negotiations with the first group of countries will be complete as early as the end of next year. We can truly say that we are on the eve of the eastward enlargement of the EU.

Fifty years after the signing of the Treaty of Paris, the European Union is more attractive than ever. It is a success. The entire history of the European Union is one of enlargements. In a first sweep the Union extended northwards — Denmark, Ireland and the United Kingdom joined the "club" in 1973. During the 1980s Greece and then Portugal and Spain became new member states — in what was known as the southern enlargement. In 1995 the accession of Austria, Finland and Sweden rounded off the picture.

The EU has some experience of enlargement already. In principle, therefore, any upcoming enlargement should be no big deal. In practice, however, it *is* a big deal. The eastern enlargement is special; indeed it is unique for three reasons.

- (1) Most of the accession countries are still working on their transition. Former communist states have become democracies, state-led economies are being transformed into market-led economies. This is a demanding process. For the people that are now reaching out towards the EU many things have already taken a turn for the better. Joining the European Union and one day becoming full members of European monetary union are the logical steps on a path to freedom, stability and prosperity.
- (2) The upcoming enlargement is also special in terms of its scope. Negotiations are currently being held with 12 countries. Once they have all joined the EU, the number of member states will have nearly doubled. The EU institutions need to be reshaped if they are to be appropriate to the larger community. The upcoming enlargement is, therefore, an opportunity to improve the functioning, the transparency and thus the acceptance of the European Union.
- (3) A further challenge is presented by the substantial heterogeneity which exists between the EU and the group of accession countries. The people in the twelve accession countries will increase the EU population by roughly one-third. Nominal GDP, however, would rise by five percent only. The wealth gap between the current member states and the accession countries is larger than that between the countries involved in the earlier enlargements. In addition, there is a striking degree of heterogeneity among the accession countries themselves. GDP per capita ranges from 24 percent (Bulgaria) to 82 percent (Cyprus) of the EU average.

Contemplation of EU enlargement always provides an opportunity to review the benefits of integration. Integration is most clearly visible in monetary policy. The single monetary policy is designed for the euro area as a whole. Sharing a stable currency has become

a hallmark of European economic integration. Some two months ago details of the new banknotes and their safety features were presented to the public. We are now halfway through the frontloading phase of distributing the new currency. Intensive information campaigns are being conducted. Monetary integration is thus taking on shape and meaning for the man and woman in the street.

The single monetary policy — even during the run-up to EMU — has provided many countries with an unprecedented degree of price stability. Trade has intensified and financial markets in Europe are integrating fast. Businesses, consumers and investors alike are seeing the benefits.

And even more is to be gained. Three countries are currently “member states with a derogation” (Article 122 of the Treaty). This basically means that they do not yet participate in European Monetary Union, implying that there is still some scope for enlargement within the EU as it is at present. The single currency is the consequent development of the common market. The status of “member state with a derogation” is designed to be an intermediate stage on the path to full EMU membership.

V

EU accession is basically a political process that passes through three stages. Accession partnerships prepare accession to the EU which will culminate in full EMU membership. EU accession is conditional on the fulfilment of the “Copenhagen criteria”. These encompass,

first, “the stability of institutions guaranteeing democracy, the rule of law, human rights, and the respect for and protection of minorities” — the political criterion;

second, “the existence of a functioning market economy as well as the capacity to cope with competitive pressure and market forces within the EU”; and,

third, “the ability to take the obligations of membership, including adherence to the aims of political unification, as well as Economic and Monetary Union (EMU).”

The Copenhagen criteria define the common ground of the future European Union.

Integrating countries is, however, about far more than simply defining common ground. Economic integration is crucial, as the very stability of the large monetary union hinges on economic cohesion. A monetary union can only be stable over the longer term if — as the Treaty states in Article 121 — “a high degree of sustainable convergence” is achieved. I would like to present my view of what a “high degree of sustainable convergence” is.

“Sustainable convergence” encompasses all three types of convergence: nominal convergence, real convergence and structural convergence. Each type is important in its own right.

The Maastricht “convergence criteria” are set out to measure *nominal* convergence. These fiscal and monetary criteria relate to the inflation rate, capital-market interest rates, sustainable fiscal policy and exchange-rate stability. They are, in a way, both “stability criteria” and “convergence criteria”. They ensure that a country is not pursuing policies which might have an adverse effect on the stability of the common currency.

Anti-inflationary monetary policy is at the core of a stability-oriented policy. In most of the accession countries the process of disinflation is well under way. Hyperinflation is an issue of the past. This year all accession countries (with the exception of Romania²), have one-digit inflation rates. Expected outcomes range from 1.3 percent (Lithuania) to 8.5 percent (Hungary and Bulgaria³).

Weighted average CPI inflation in the 12 accession countries has been going down since 1999 at a rate of about two percentage points a year and will be slightly more than 8 percent this year. An average inflation rate of 8 percent a year is still four times higher

² Romania has already indicated that it would prefer accession to take place after 2004.

³ Bulgaria also prefers a later accession date; IMF data.

than price stability as defined by the Eurosystem. Disinflation policies will have to be pursued further.

The so-called Balassa-Samuelson effect has been given much attention recently. According to this theory, countries are expected to have to deal with relatively higher inflation rates during the process of catching up. As they experience high productivity growth in the tradeables sector, wages in the non-tradeables will tend to go up in sync, leading to a higher overall rate of inflation.

This effect, however, does not suggest the Maastricht criteria to be revised. The inflation criterion already allows for inflation to diverge by 1.5 percentage points from the three best performing members of the currency union. Nor does the Balassa-Samuelson effect suggest to loosen the two percent ceiling for price-stability in the euro area, which leaves enough room for price increases due to catching up.

Sustainable convergence in inflation rates is crucial. Inflation rates can be kept at a sufficiently low level only if other policies comply with the stability orientation. Prudent wage policies will contribute to containing overall price developments. Structural policy also has a role to play. Currently, 25 percent of prices in accession countries are still administrated. Microeconomic reforms and further price deregulation have to be carried out. Only then can the price mechanism fully work through to the economy — a defining feature of a fully functioning market economy.

Fiscal policy is of special importance in this respect. Excessive deficits are to be avoided. The public sector deficit is the decisive measure of a government's demands on the financial markets. It is the benchmark for its stability orientation. Last year general government deficits among the accession countries ranged from 0.4 percent of GDP (in Estonia) to 7.1 percent of GDP (in Malta). Eight of the accession countries had not yet met the Maastricht budgetary criterion. However, the debt criterion — public debt less than 60 percent of GDP — was met by a broad majority of the accession countries.

There are still a few years in which to pursue convergence and to prove its sustainability. Nominal convergence is not a goal to be reached at a certain point in time; it is, rather, the natural and sustainable state of a stable currency union.

Apart from nominal convergence, *real* convergence is of importance in a monetary union. I use the term here in the sense of synchronicity of business cycles. The Governing Council of the European Central Bank designs monetary policy appropriate to the euro area as a whole. A country whose business cycle gets grossly out of step might suffer if it is subject to a monetary policy that is inappropriate to its national economy.

However, marching in absolute lockstep is not necessary, as can be seen in the USA, where certain regions grow faster than others. Growth rates of states and regions within a currency union may differ to some degree. It is the size of the gap between actual and potential growth rates which matters. If potential output growth rates differ, actual growth rates can differ as well. They do not necessarily indicate a lack of real convergence.

VI

In the longer run, stability must be built on economic integration. An extensive body of theory has evolved on the characteristics of optimum currency areas. Most important is, that prices and wages must be able to adjust flexibly. Mobility of goods, labour and capital shall provide for market integration. Therefore central criteria call for a high degree of structural convergence.

We have to distinguish between different types of structural differences. Most critical are structural differences that may hamper market integration. These structural differences we must work to abolish as they may hamper the functioning of the monetary union. For example, differing regulatory frameworks may prevent financial markets from integrating.

However, there are two other types of structural differences which are not in themselves a problem for a monetary union.

First, there are diverse structures of production and consumption. Countries specialising in different areas will tend to exchange goods and services.

Complementarity of economic structures entails market integration and is in no way detrimental for a monetary union.

Second, there are structural differences that help us to cross-check the sustainability of nominal and real convergence. The Treaty explicitly quotes the state and development of the balance of payments and unit labour costs.

Again, structural differences which hamper market integration have to be removed. The degree of market integration is crucial in assessing EU enlargement. Much has been achieved in terms of market integration between the 15 EU member states and the accession countries since the iron curtain was lifted in 1989. Bilateral "Europe Agreements" with the EU paved the way for future integration.

Early on, reciprocal free trade in industrial products was complemented by steps towards the free movement of services and capital. The EU is by far the most important trading partner of the accession countries. Around 65 percent of their exports are destined for one of the 15 EU member states. A slightly lesser share of their imports originates in the EU. EU imports from the accession countries grew at an annual rate of 12 percent between 1989 and 1999. If they continue at that pace, they will double every six years.

We can see clearly why trade has presented opportunities for both trading partners. The EU has specialised in advanced technological products. The transition countries import these investment goods in order to revamp their economy. They have shifted their exports from resource-intensive goods towards labour-intensive goods, thereby utilising their comparative advantage.

The complementarity of production structures allows specialisation gains to be exploited and the international division of labour leaves everybody better off. At 50 percent, the share of intermediate goods in accession countries' trade — exports as well as imports — is rather high. This indicates how well the newcomers have already been integrated into international production chains..

With the early liberalisation of capital, market integration has been furthered to a considerable extent by foreign direct investment (FDI). During the 1990s some two-thirds of capital inflows in the accession countries originated from the European Union. Again, the neighbouring states Austria and Germany have been the most actively involved.

Labour markets are a lot less integrated internationally than goods and capital markets. Freedom of movement is one of the "four basic freedoms" of the single market in the European Union. Labour mobility within the EU — that is, both migration and cross-border working in border regions — is possibly the most sensitive issue in the current debate on EU enlargement. At least this is true of Germany and Austria. Anxieties abound — and they need to be taken seriously.

Economic integration can only take place if the four basic freedoms are granted. There is neither a way nor a need to exempt the labour market. Only then can we make full use of the market mechanisms. Moreover, a meaningful judgement of achieved convergence requires all four basic freedoms to be granted.

How much migration and cross-border working is to be expected? At the moment labour mobility is strictly regulated. Emigration from central and eastern European countries into the European Union peaked in 1990. Afterwards, when things improved in those countries, net emigration receded. Emigration became more costly than staying at home. No serious study predicts that EU enlargement will lead to extended migration. As long as the accession process is being pursued seriously, the potential for intensified migration looks rather limited. This was also the experience at the time of the southern enlargement.

The financial sector in accession countries still has some way to go. The banking sector in general is still tiny, highly concentrated and foreign-owned. Total banking assets in the EU are more than twice GDP. Of the transition countries, only the Czech Republic has total banking assets the size of its GDP. In all the other transitional economies involved in the enlargement process, the corresponding figure is only one-half. It is foremost the private sector that suffers from the low degree of financial intermediation.

Capital account liberalisation is a precondition for financial integration. However, fully liberalised capital flows entail certain risks for stability as long as the financial sector is still underdeveloped. We should allow sufficient time for financial integration between the accession countries and the EU to take place in order not to destabilise vulnerable financial sectors in the European emerging markets.

VII

Ladies and Gentlemen!

We are on the eve of enlarging the European Union eastward. Much has been attained so far — as regards the transition to fully-functioning market economies, in terms of macroeconomic stability, and in terms of prosperity.

However, the process of political, economic and financial change is still far from complete. To become full members of European *monetary* union requires accession countries to be fully-functioning market economies with a clearly defined stability orientation.

I am strongly in favour of EU enlargement. I am strictly against setting up new hurdles. I am also strongly opposed to the slightest compromise of the long-term prospects for a stable European monetary union. It is in our own best interest and in the best interest of the accession countries for nominal *and* structural convergence to be fully achieved before EMU is enlarged.

Warsaw, Prague and Budapest are essentially European capitals. A European Union is incomplete without the central eastern European countries.

With the eastern enlargement, things will come full circle in Europe. Mutual understanding of the people is bound to deepen, as relations grow ever closer in a union sharing basic convictions. A free and democratic enlarged European Union is a reliable and a stable partner in the world economy — in times of strain or prosperity.

* * *

Sendeschlussfrist:
7. November 2001, 13:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Erfahrungen und Erwartungen einer Notenbank im Eurosystem

Vortrag

auf der Kreditpolitischen Tagung

in Frankfurt

am 7. November 2001

Präsident Welteke sprach heute auf der Kreditpolitischen Tagung in Frankfurt zu dem Thema „Erfahrungen und Erwartungen einer Notenbank im Eurosystem“.

In einem Rückblick skizzierte er wichtige Phasen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion:

„Das Eurosystem nähert sich seinem dritten Geburtstag und hat so schon ein gutes Stück Lebensgeschichte. Es hat schöne wie bittere Erfahrungen gemacht, es hat Lob und Tadel erfahren, es musste — und muss (!) — sich Erziehungsversuchen widersetzen.“

Doch das Kind ist charakterfest. Der EU-Vertrag verpflichtet das Europäische System der Zentralbanken auf eine klare Stabilitätsorientierung und sichert ihm die dafür notwendige Unabhängigkeit zu. Diese Charakterfestigkeit hat dem Eurosystem in seinen ersten Bewährungsproben, auf die es das wirtschaftliche und politische Umfeld stellte, sehr geholfen. Das Kind ist nun aus dem Gröbsten raus.

Seit das Eurosystem am 22. Dezember 1998 mit dem ersten Refinanzierungsgeschäft startete, baut sich langsam ein „track record“ auf:

1. Die sich auf die Währungsunion beziehenden Datenreihen werden immer länger.
2. Es zeigt sich, welche Beziehungen — zum Beispiel die Geldnachfragefunktion — in einem gemeinsamen Währungsraum Bestand haben.
3. Märkte und EZB-Rat haben sich kennen gelernt und können einander besser einschätzen.

Parallel zum Aufbau eines „EWU-track record“ nimmt die spezifische Unsicherheit ab, die das Verschmelzen von zehn Währungen aus elf Ländern zu einer Währungsunion mit sich brachte. Insofern wird die Datenbasis für die gemeinsame Geldpolitik stabiler. Lassen Sie mich einige für das Eurosystem charakterbildenden Phasen und Diskussionen der letzten drei Jahre aufarbeiten. Es wird sich zeigen, dass nicht nur die

Datenbasis stabiler wurde, sondern dass auch das Vertrauen in die Geldpolitik gefestigt wurde.

Zum Beginn der Währungsunion lag die Preissteigerungsrate — nicht zuletzt dank der intensiven Stabilitätsbemühungen der EWU-Aspiranten — unter einem Prozent. Die wirtschaftliche Entwicklung schien im Nachgang der Asien- und der Russlandkrise getrübt. Andererseits wuchsen sowohl die Geldmenge M3 als auch die Kreditgewährung relativ stark.

In diesem Umfeld entstand die erste größere Debatte über die Geldpolitik. Manche kritisierten, das Eurosystem würde angeblich drohende Deflationsgefahren nicht genügend berücksichtigen. Im Frühjahr 1999 verdichteten sich dann die Anzeichen, dass der scharfe Anstieg des Geldmengenwachstums dem Übergang in Stufe 3 der Währungsunion zuzuschreiben und somit vorübergehend war. Daraufhin entschloss sich der EZB-Rat im April zu einer ersten Zinssenkung um 50 Basispunkte.

Im zweiten Halbjahr 1999 zog die Konjunktur wieder an und auch der Harmonisierte Verbraucherpreisindex verzeichnete einen höheren Anstieg. Daher verschob sich das Interesse der Öffentlichkeit von den Deflationsgefahren zum sinkenden Außenwert des Euro. Die Wechselkursdebatte begleitete uns durch das ganze Jahr 2000, in dem der Euro seinen Tiefstand gegenüber dem Dollar im Oktober bei knapp 83 US-Cents sah.

Zwei Kernargumente der Notenbanker in dieser Debatte sind für mich noch heute entscheidend. Zum einen muss zwischen Binnenwert und Außenwert scharf unterschieden werden. Die Binnenstabilität ist das vertraglich festgelegte Ziel des Eurosystems. Auf lange Sicht bestimmt die Kaufkraft — neben anderen Faktoren — auch den Außenwert.

Zum anderen wird oft übersehen, dass auch die D-Mark, der Inbegriff einer stabilen Währung, in ihrem Außenwert großen Schwankungen unterlag. So kostete der Dollar im Zeitraum von 1985 bis 1995 zwischen 1,36 D-Mark und 3,50 D-Mark. Das entspricht einer Schwankungsbreite für einen Euro zwischen 60 US-Cents und 1,43 US-Dollar.

Der Euro hat in den vergangenen drei Jahren zwischen 83 US-Cents und 1,17 US-Dollar geschwankt.

Das erfreulich kräftige Wirtschaftswachstum sowohl innerhalb als auch außerhalb der Eurozone seit dem zweiten Halbjahr 1999 und im ganzen Jahr 2000 signalisierte Gefahren für die Preisstabilität. Die anhaltende Stärke des Dollar und der scharfe Ölpreisanstieg erhöhten den Preisdruck. Der EZB-Rat hob daher ab November 1999 den Leitzins in insgesamt sieben Schritten bis auf 4,75 Prozent an.

Das schwächere weltwirtschaftliche Umfeld seit Ende 2000 und die offenbar werdende Überzeichnung des Geldmengenwachstums bedeuteten geringere Risiken für die Preisstabilität. Sie schufen den Raum für die ersten beiden Zinssenkungen des laufenden Jahres. Zur Wiedereröffnung des New Yorker Aktienmarktes nach den Terroranschlägen senkte die EZB gemeinsam mit dem amerikanischen Federal Reserve System den Leitzins um weitere 50 Basispunkte.

Das Eurosyste wurde in den ersten beiden Jahren regelmäßig ob der angeblich so schweren Durchschaubarkeit angegangen. Das hängt sicher damit zusammen, dass die gewählte Zwei-Säulen-Strategie ungewohnt war. In Anerkennung der Vorlaufeigenschaften der Geldmenge für die Preisentwicklung stellt sie die Analyse des Geldmengenwachstums an den Anfang. Dies erfolgt jedoch nicht mechanistisch. In Säule zwei wird ergänzend eine Vielzahl von Indikatoren erfasst, die die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität wiedergeben. Die Zwei-Säulen-Strategie ist hilfreich, weil die Stabilität vorher bekannter Gesetzmäßigkeiten in der Währungsunion nicht vorausgesetzt werden kann. Es gab eben keinen „track record“.

Eine neue Strategie, eine neue Institution, eine neue Währung – das alles muss auch von den Marktbeobachtern und „EZB-Watchern“ erst verarbeitet werden. Daher standen am Anfang der Währungsunion immer wieder die Themen Transparenz und Kommunikation im Mittelpunkt. Nach herrschender Meinung hat das Eurosyste in diesen Disziplinen hinzugelernt. Wir dürfen jedoch nicht vergessen, dass noch immer keine einheitliche Öffentlichkeit im Euroraum besteht. Sprachbarrieren, unterschiedliche

Medienstrukturen und historisch gewachsene Streitkulturen erschweren die eurolandweite Kommunikation einer europäischen Institution:

Der integrierte Wirtschafts- und Währungsraum in Europa weist eine größere makroökonomische Stabilität auf. Das ist der entscheidende Erfolg des Eurosystems. Es hat nicht nur in normalen Zeiten seinen „Job“ gemacht, sondern es hat sich schon in mindestens drei Krisen bewährt. Die Stichworte sind „Asien“, „Öl“ und „Terror“.

Stichwort „Asien“. Im Juli 1997 — mitten in der Stufe 2 der EWU — löste die „Asienkrise“ ausgehend von Thailand Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten aus. Europa blieb natürlich nicht verschont. Im Gegensatz zu früheren turbulenten Zeiten an den Finanzmärkten gab es aber keine ernsten Verwerfungen *innerhalb* Europas. Keine Flucht in die D-Mark, kein Ausweiten der Zinsspreads. Der Konvergenzprozess der langfristigen Zinsen ging weiter. Wäre die Währungsunion von den Finanzmärkten zu diesem Zeitpunkt nicht schon als ein Datum angesehen worden, hätten wir wohl einen deutlichen Anstieg des Zinsspreads beobachtet.

Stichwort „Öl“. Beim ersten Ölpreisschock im Jahre 1974 verfünfachte sich der Ölpreis, beim zweiten verdreifachte er sich. In der Folge verdoppelte sich die Teuerungsrate der elf EWU-Gründungsmitglieder und stieg jeweils auf zweistellige Werte.

Der unmittelbar zurückliegende Ölpreisschock brachte auch eine Verdreifachung des Ölpreises nach dem Tiefstand im Februar 1999. Hinzu kommen seit Ende 2000 Tierseuchen mit preistreibenden Effekten. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex für den Euroraum stieg in der Folge von rund einem Prozent bis Mai 2001 auf eine Jahresrate von 3,4 Prozent an. Seither ist die Rate rückläufig. Im September lag sie bei 2,5 Prozent. Die am Montag veröffentlichte Schätzung für Oktober liegt bei 2,4 Prozent.

Der jüngste Ölpreisanstieg schlug lange nicht so stark auf die Verbraucherpreise durch wie in den siebziger Jahren. Das hat mehrere Gründe. Natürlich muss heute ein deutlich geringerer Teil der jährlichen Wirtschaftsleistung für Ölimporte aufgewendet werden.

Aber — und das ist entscheidend — es gibt heute in Europa im Gegensatz zu den siebziger Jahren eine eindeutige gemeinsame Stabilitätsorientierung der verantwortlichen Politikbereiche. Die Geldpolitik sorgt auf Grundlage des Maastrichter Vertrages für Preisstabilität. Die Finanzpolitik hat sich mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zu einer stabilitätsfreundlichen Haushaltsführung verpflichtet. Die Tarifparteien unterstützen den Stabilitätskurs mit produktivitätsgerechten Tarifvereinbarungen.

Stichwort „Terror“. Gerade in den letzten Wochen hat sich die größere makroökonomische Stabilität des Euroraumes wiederum bewährt. Die Finanzmärkte waren (und sind noch immer) verunsichert. In einem Europa der vielen Währungen hätte dies vermutlich zu einer Flucht in Bundesanleihen und Spannungen auf den Devisenmärkten geführt. Die Folge wäre eine Ausweitung der Zinsdifferenz und Beeinträchtigungen des Handels innerhalb Europas gewesen. In einem Europa der gemeinsamen Währung spüren wir solche Verwerfungen nicht.

Das Eurosystem hatte somit in seiner noch jungen Geschichte drei ernste Krisen zu bestehen. Es hat sich bewährt. Stabiles Geld und hohes Vertrauen der Märkte in die Stabilitätsorientierung der Zentralbanken reduzieren auch in Krisen den Anstieg der Preise und der Inflationserwartungen. Der größere Währungsraum federt wie ein Netz die Wirkungen von externen Schocks auf die einzelnen Staaten ab.“

Zur aktuellen Lage sagte der Bundesbankpräsident:

„Die Einschätzung der Wirtschaftslage ist heute eine Rechnung mit einer noch größeren Zahl von Unbekannten als in politisch ruhigen Zeiten.

Die Weltkonjunktur hatte sich schon vor den Terroranschlägen in den USA merklich eingetrübt. Zum ersten Mal seit der Ölkrise Mitte der siebziger Jahre erfahren die G7-Länder eine synchrone Wachstumsabschwächung, deren Ursachen jedoch regional unterschiedlich sind. Die Folge ist zum Beispiel, dass der Welthandel nach einer WTO-

Schätzung in diesem Jahr nur noch um zwei Prozent wachsen wird nach 12 Prozent im Vorjahr.

Die Weltwirtschaft befindet sich nicht nur in einer Phase ausgeprägter Schwäche, sondern auch in einer Phase ausgeprägter Unsicherheit. Die Anschläge in New York und Washington haben diese Unsicherheit weiter erhöht. Ausmaß und regionale Schwerpunkte der militärischen Auseinandersetzung sowie weitere Milzbrandanschläge können das Vertrauen der Unternehmen und Verbraucher maßgeblich beeinflussen.

Die zuletzt für den Euroraum veröffentlichten Stimmungsindikatoren weisen fast durchweg auf eine weitere Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität hin. Die Stimmung ist schlechter als die Lage, und das liegt nicht nur an den Terroranschlägen.

Erwartungen sind volatiler als realwirtschaftliche Entwicklungen. Erwartungen müssen aber nicht eintreffen. Es kann auch anders kommen.

In dieser Phase der Unsicherheit ist die Risikobereitschaft offenbar gesunken. Das erhöhte Sicherheitsbedürfnis zeitigt Anpassungseffekte. Risikoprämien auf den Kapitalmärkten weiten sich aus, Ausgaben für Sicherheit werden aufgestockt, risikobehaftete Investitionen werden überdacht und die Sparquote steigt.

Zwischen der Rendite für Industriebonds einerseits und Bundesanleihen sowie Bankschuldverschreibungen andererseits gab es bis zum 11. September eine Parallelbewegung mit dem Trend nach unten. Nach dem 11. September sank die Rendite der sicheren Titel um rund einen halben Prozentpunkt. Die Verzinsung der Industriebonds stieg dagegen schnell um einen Dreiviertel-Prozentpunkt an.

Wir haben es mit einer Mischung aus Angebots- und Nachfrageschocks zu tun. Angebotseffekte treten hauptsächlich durch veränderte Kostenstrukturen aufgrund von Sicherheitszuschlägen ein. Sinkende Nachfrage betrifft einige Sektoren besonders stark, während andere von erhöhter Nachfrage profitieren. In beiden Fällen entstehen volkswirtschaftliche Kosten durch die Kapazitätsanpassung. Im einen Fall steigen die

Stückkosten, weil Überkapazitäten entstehen und im anderen Fall können zusätzliche Kapazitäten nicht schnell genug errichtet werden.

Das Ergebnis sind Kosten in Form eines temporär geringeren Wirtschaftswachstums. Im günstigen Fall wird nach kurzer Zeit der alte Wachstumspfad auf neuem Niveau wieder aufgenommen.

Geld- und Fiskalpolitik — wie perfekt sie auch sein mögen — können weder diese notwendige Anpassung noch das Auf und Ab des Konjunkturzyklus verhindern. Wohl aber können ein lebhafter Wettbewerb, flexible Märkte und richtig gesetzte Anreize notwendige Anpassungsprozesse erleichtern. Auf diesem Gebiet besteht in Europa reichlich Handlungsspielraum — auch und gerade in Zeiten verhalteneren Wachstums und knapper Kassen.

Die Volkswirtschaft der USA ist enorm anpassungsfähig. Das gilt für die Kapitalmärkte wie für den Arbeitsmarkt und zeigt sich im schnellen sektoralen Wandel. Die etwas weniger anpassungsfreudige Volkswirtschaft des Eurosystems hat aber ebenfalls Grund zu vorsichtiger Zuversicht. Privatisierungen und Liberalisierung im Vorfeld der Währungsunion haben die Anpassungsfähigkeit des Euroraumes erhöht.

Vor allem aber erleichtern die stabilitätsorientierte Geld- und Finanzpolitik der letzten Jahre die Krisenbewältigung. Die vergleichsweise niedrigen Inflationsraten führen über niedrige Zinsen zu reduzierten Finanzierungssalden der öffentlichen Hand. Der damit gewonnene Handlungsspielraum sollte nicht verspielt werden. In den großen Ländern des Euroraumes ist er ohnehin gering. Schon das Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren lässt die Defizite steigen.

Auch die Daten der Finanzmärkte geben Grund zu vorsichtigem Optimismus auf die mittlere Frist. Die Realzinsen sind seit Mitte 2000 rückläufig, der Spread bei Unternehmensanleihen bildet sich leicht zurück, und die Aktienkurse deuten eine erste Bodenbildung an.

Die Finanzierungsbedingungen der privaten Haushalte und der Wirtschaft haben sich noch nicht so stark verbessert wie die Zinssenkungen um 100 Basispunkte erwarten ließen. Die Sätze für Konsumenten-, Kontokorrent- und Unternehmenskredite sind bislang nur leicht zurückgegangen.

Das liegt vor allem an der gegenwärtigen Risikosituation auf den Märkten. Im Nachgang der monatelangen Baisse an den Aktienmärkten wurden ohnehin einige Neubewertungen erforderlich. Eine zunehmende Zahl von Insolvenzen und die Krise einiger High-Tech-Branchen fordern ihren Tribut. Nach dem 11. September sank zwar das Zinsniveau, aber nur für sichere Titel.

Mit zunehmendem zeitlichen Abstand gewinnen die Märkte mehr Sicherheit in ihrer Einschätzung und die Risikospreads werden sich zurückbilden. Darin liegt auch ein Grund, warum die Wirkung der diesjährigen Zinssenkungen zum Teil noch aussteht.

Anlass für optimistische Erwartungen gibt es auch auf mittlere Sicht. Die deutsche und die europäische Wirtschaft verzeichneten in den letzten Jahren eine verbesserte internationale Wettbewerbsfähigkeit. Und die beschlossene Steuersenkungen sind noch nicht im vollen Umfang wirksam.“

Schließlich äußerte sich der Bundesbankpräsident zur Fragen der Bundesbankstruktur sowie zur Stellung der Bundesbank im Eurosystem:

„Das Eurosystem hatte schon mancherlei Herausforderung zu bestehen. Seine Konstruktion hat sich als richtig und robust erwiesen. Das Kernelement ist die zentrale Entscheidungsfindung im EZB-Rat und die Umsetzung der Entscheidungen durch die nationalen Zentralbanken. Das EZSB war zu jeder Zeit voll arbeitsfähig und ist seinem Stabilitätsauftrag gerecht geworden.“

Befürchtungen, die anfangs gehegt wurden, sind nicht eingetreten, ja sie sind fast schon in Vergessenheit geraten. Weder die zahlenmäßige Überlegenheit der

Gouverneure der nationalen Notenbanken noch die wirtschaftliche Bedeutung der Länder, aus denen sie kommen, hat Einfluss auf die geldpolitischen Entscheidungen. Die Geld- und Währungspolitik des Eurosystems ist europäisch geworden und europäisch ausgerichtet. Das Prinzip „one person, one vote“ ist nicht länger eine Forderung, sondern längst gelebte Praxis im EZB-Rat.

Zu der hohen Integrationsdichte der einzelnen Teile im ESZB trägt indessen nicht nur der EZB-Rat bei. Nicht weniger wichtig ist die Arbeit in den zahlreichen Ausschüssen und Arbeitsgruppen, welche die Entscheidungen des EZB-Rats vorbereiten. Die Techniken der praktischen Zusammenarbeit, die hier entwickelt werden, und die zahlreichen persönlichen Beziehungen verdichten ganz wesentlich den inneren Zusammenhalt. Man darf durchaus von einer „europäischen Kultur“ sprechen, die in die nationalen Zentralbanken hineinwirkt und dort zunehmend prägend wirkt.

Wie wertvoll dies ist, zeigt sich insbesondere in Zeiten krisenhafter Zuspitzung, wenn rasches und einvernehmliches Handeln im Eurosystem gefragt ist. Eine große Bewährungsprobe dafür ergab sich nach den Terroranschlägen in den USA. Die Formen der Kommunikation und der praktischen Zusammenarbeit, die im Tagesgeschäft längst Routine geworden sind, ermöglichen schnelles und zielgerichtetes Handeln. Das Eurosystem hat sich in diesen Tagen hervorragend bewährt.

Für mich sind das einige der ganz wesentlichen Errungenschaften von fast drei Jahren europäischer Geldpolitik. Ich möchte sie hier betonen, weil sie in der Tagesdiskussion über die Zinsen, die geldpolitische Strategie oder die angemessene Form der Kommunikation leicht in den Hintergrund rücken.

Lassen Sie mich nun die Perspektive wechseln, und den Blick aus der Bundesbank-Zentrale auf das ESZB und in das Bundesbanksystem hinein werfen.

Die Unabhängigkeit der Bundesbank stand Pate für die Unabhängigkeit der Notenbanken im ESZB. Im Gegensatz zu anderen ESZB-Notenbanken, die vor der

Währungsunion staatlichem Einfluss ausgesetzt waren, waren bei uns vergleichsweise geringe Anpassungen notwendig; das Recht der Bundesregierung, Beschlüsse des Zentralbankrats bis zu zwei Wochen auszusetzen, wurde aufgehoben und die Mindestamtszeit für Organmitglieder von zwei auf fünf Jahre angehoben.

Mit dem von der Bundesregierung am 1. Juli des Jahres eingebrachten Siebenten Gesetz zur Änderung des Bundesbankgesetzes hat das Thema wieder Aktualität erhalten. Der Begriff der Unabhängigkeit umfasst nämlich nicht nur die Freiheit von politischer Einflussnahme auf oder gar von Weisungen an die Geldpolitik. Er schließt neben der institutionellen und personellen Unabhängigkeit auch die finanzielle Unabhängigkeit ein. Das im Gesetzentwurf vorgesehene Recht des Bundestages, Empfehlungen für die Verbesserung der Effizienz bei der Deutschen Bundesbank geben zu können, ist nach unserer Auffassung und nach Auffassung der Europäischen Zentralbank mit Geist und Wortlaut von Artikel 108 EG-Vertrag nicht vereinbar.

Für die Bundesbank bedeutet die Einführung des Euro-Bargeldes, dass sie nun für die breite Öffentlichkeit die Euro-Notenbank für Deutschland wird. In der Öffentlichkeit besteht noch immer das Bild von der Bundesbank als die für die erfolgreiche, jetzt aber scheidende D-Mark, Verantwortliche. Dieses Bild wird schwinden und einem neuen zukunftsverheißenden Image Platz machen.

Doch die Bundesbank ist schon heute eine andere als vor drei Jahren. Aus der währungspolitischen Alleinverantwortung wurde eine Mitverantwortung. Sie hat in Europa Einfluss verloren, während andere Notenbanken dazu gewonnen haben. Dies war von uns so gewollt und das ist gut so.

Gleichwohl greifen diese Veränderungen tief in das Selbstverständnis und die innere Organisation ein. Im Rahmen ihrer operativen Geschäftstätigkeit ist die Bundesbank nach wie vor zuständig für Refinanzierung, Zahlungsverkehr und Bargeldversorgung. Sie ist dabei maßgeblich an die Vorgaben des EZB-Rats gebunden. Wie die anderen nationalen Systeme unterstützt auch die Bundesbank den Prozess des Entstehens

gemeinsamer europäischer Standards. Die europäische Dimension ist zum wichtigsten Bestimmungsfaktor in der Arbeit der Bundesbank und ihrer Organisation geworden.

In der Praxis sind die wichtigsten Anpassungen bereits vollzogen. Das Direktorium und die Stäbe in der Bundesbank-Zentrale erfüllen die neuen europäischen Aufgaben. Sie sind die einzige Schnittstelle mit dem ESZB. Die Landeszentralbanken sind in diese Aufgaben nicht eingeschaltet, weil es die Arbeitsabläufe nicht zulassen.

Jetzt geht es darum, das Bundesbanksystem insgesamt europatauglich zu machen. Die Bundesregierung hat dazu einen Gesetzentwurf eingebracht. In dessen Begründung wird als Ziel genannt, „die Struktur der Deutschen Bundesbank so zu gestalten, dass sie den derzeitigen und künftigen Erfordernissen im europäischen System der Zentralbanken und auf nationaler Ebene besser gerecht wird“. Es ist geplant, dass dieser Gesetzentwurf noch im Laufe dieser Legislaturperiode verabschiedet wird.

Man darf sich das ESZB als zweistufiges System vorstellen, mit der EZB auf der oberen und den nationalen Notenbanken auf der unteren Stufe. Die Bundesbank hat in diese Konstruktion ein gleichfalls zweistufiges System eingebracht, die Ebene der Bundesbank-Zentrale und die der Landeszentralbanken.

Meines Erachtens sollte eine der drei Leitungsebenen entfallen. Die geldpolitische Verantwortlichkeit hat sich nach oben, auf die europäische Ebene verschoben. Dies ist seit fast drei Jahren die Realität, der wir uns endlich stellen müssen.

Der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank hat seine geldpolitische Funktion verloren. Er befasst sich heute vor allem mit Verwaltungsangelegenheiten.

Die Deutsche Bundesbank war schon immer ein vielgliedriges Gebilde mit mindestens zehn organisatorischen Einheiten und zehn Hierarchien. Von einer befriedigenden betriebswirtschaftlichen Organisation konnte so recht nie gesprochen werden. Doch die gemeinsame geldpolitische Verantwortung für die D-Mark — und ihr Erfolg — überwölbte alles. Sie schuf den Grundkonsens, der zur Grundlage für eine erfolgreiche

Stabilitätspolitik wurde und die Bundesbank als Institution trug. Einzelinteressen traten zurück und Mehrheitsentscheidungen im Zentralbankrat wurden von allen mitgetragen.

Das verbindende Band der geldpolitischen Verantwortung wurde an das Eurosystem abgegeben. Die zentrifugalen Kräfte in der Bundesbank nehmen zu. Die Deutsche Bundesbank braucht deshalb als neue starke Klammer eine einheitliche Leitung, die ihr die volle Ausrichtung auf ihre europäischen Aufgaben ermöglicht.

Dies bedeutet aber nicht, dass sie ihre Aufgaben im Inland vernachlässigen würde. Die dezentrale Organisation der Deutschen Bundesbank und ihre Vertretung in der Fläche bleiben unangetastet. Überall dort, wo ihre Dienstleistungen nachgefragt werden, wird die Deutsche Bundesbank vertreten bleiben. Die Kommunikation mit Banken, Wirtschaft und Politik liegt im ureigensten Interesse der Bank. Sie auszubauen und zu verbessern ist eine Daueraufgabe.

Meine Damen und Herren, Anfang des kommenden Jahres werden wir den Euro in Händen halten. Dann muss sich jede Bürgerin und jeder Bürger auf die neue Währung einstellen. Die Deutsche Bundesbank steht im Zentrum all dieser Veränderungen. Ihre Struktur hingegen ist im Prinzip noch die, wie sie von den Westalliierten errichtet wurde, damals, noch vor Gründung der Bundesrepublik Deutschland, unter dem Namen „Bank deutscher Länder“. Die neue Währung des 21. Jahrhunderts und die alte Bundesbankstruktur aus der Nachkriegszeit — das kann nicht zusammenpassen.“

Sendespenfrist: Montag, 12. November 2001,
18:45 Uhr

Edgar Meister

Mitglied des Direktoriums
der Deutschen Bundesbank

Neue Eigenkapitalstandards in der Bankenaufsicht

Internationaler Club Frankfurter Wirtschaftsjournalisten

in Frankfurt am Main
am Montag, 12. November 2001

I

Zunächst zum allgemeinen Verhandlungsstand in Basel: Der Baseler Ausschuss hat in den letzten Wochen einige Arbeitspapiere veröffentlicht, die wichtige Teilbereiche des neuen Akkords abdecken. Im einzelnen befassen sich die Arbeitspapiere mit Themen wie

- Behandlung von Anteilen an Unternehmen
- Einbeziehung erwarteter/unerwarteter Verluste
- Operationelles Risiko
- Veröffentlichungsstandards.

Diese Arbeitspapiere sollen eine Diskussionsgrundlage für Gespräche der nationalen Bankenaufsichtsbehörden mit ihren Kreditinstituten bilden. Vertreter des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen und der Deutschen Bundesbank haben mit der deutschen Kreditwirtschaft einen intensiven Gedankenaustausch über die Vorschläge in den Arbeitspapieren geführt und werden Anregungen der Banken mit in die Baseler Arbeitsgruppen nehmen.

Lassen Sie mich zwei Aspekte aus diesen Arbeitspapieren kurz hervorheben. Wie Ihnen bekannt ist, hat die Kreditwirtschaft die vom Baseler Ausschuss vorgesehene Eigenkapitalunterlegung für operationelle Risiken in Höhe von ca. 20 % als deutlich überhöht kritisiert. Da die inzwischen vorliegenden Ergebnisse der Auswirkungsstudie (Quantitative Impact Study, QIS) ebenfalls in diese Richtung deuten, hat der Baseler Ausschuss den Eigenkapitalbedarf für das operationelle Risiko angepasst. Als „Arbeitshypothese“ für die weiteren Arbeiten an der Gesamtkalibrierung wird jetzt von einer Eigenkapitalunterlegung von ca. 12% der gegenwärtigen Kapitalanforderungen für das operationelle Risiko ausgegangen.

Der zweite Aspekt betrifft den Katalog der Veröffentlichungspflichten, d.h. die dritte Säule von Basel II. Die Vorschläge des Baseler Ausschusses im Konsultationspapier vom Januar 2001 wurden allgemein - nicht nur von der

Kreditwirtschaft - als zu weitgehend angesehen. Der Katalog der zu veröffentlichten Daten und qualitativen Informationen wurde daraufhin einem „Verschlankungsprozess“ unterzogen. In dem kürzlich veröffentlichten Arbeitspapier des Baseler Ausschusses ist der Umfang der Transparenzanforderungen wesentlich reduziert worden.

II

Die Auswirkungen von Basel II auf die Kreditvergabe an den Mittelstand im Allgemeinen und die Kreditkonditionen im Besonderen bilden derzeit einen Schwerpunkt der öffentlichen Diskussion über Basel II, da grundlegende nationale Interessen betroffen sind. Zunächst möchte ich auf eine in der Diskussion häufig vernachlässigte Tatsache hinzuweisen: Bereits die Vorschläge des Baseler Ausschusses im zweiten Konsultationspapier und der inzwischen erreichte Verhandlungsstand beinhalten eine Reihe von Neuerungen und Verbesserungen, die auch dem Mittelstand zugute kommen. Ich denke hier insbesondere an die Ausweitung des Katalogs anerkannter Sicherheiten gegenüber dem, was heute im Grundsatz I von der Bankenaufsicht anerkannt wird.

Der Baseler Ausschuss hat darüber hinaus in einer Presseerklärung vom 21. Juni d.J. deutlich herausgestellt, dass Basel II eine angemessene Behandlung von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen (KMU) beinhalten soll, die zu niedrigeren Kapitalanforderungen gegenüber dem Stand vom Januar 2001 führt. Noch einmal mit anderen Worten: Der Baseler Ausschuss arbeitet intensiv an einer mittelstandsgerechten Lösung von Basel II. Mittelstandsgerecht bedeutet, dass die neuen Eigenkapitalvorschriften in ihren Auswirkungen auf den Mittelstand neutral sind, d.h. im Durchschnitt nicht zu einer höheren Kapitalunterlegung für Kredite an KMU's führen. Mit der konkreten Umsetzung dieser Zielvorgabe befassen sich die Experten der Gruppen des Baseler Ausschusses.

Im Kern geht es dabei um folgendes Problem: Basel II induziert aufgrund der höheren Risikosensitivität der Eigenkapitalanforderungen eine regulatorische Risikokomponente, die in das Pricing, d.h. die Höhe der Kreditkonditionen, einfließt. Diesen Effekt im Durchschnitt neutral zu halten ist das Ziel. In diesem Zusammenhang möchte ich eins klarstellen: Wir können und wollen mit Basel II keine Wirtschaftspolitik betreiben – diese gehört in den Aufgabenbereich der Regierung. Unsere Aufgabe bei der Konzeption von Basel II ist es, den spezifischen Verhältnissen des Mittelstandes im Vergleich zu großen Unternehmen voll gerecht zu werden. Und ich bin zuversichtlich, dass wir uns in Basel auf geeignete Lösungen verständigen können, durch die eine Benachteiligung des Mittelstandes ausgeschlossen wird. Im übrigen werden von der risikogerechteren Preisgestaltung der Banken viele Mittelständler profitieren.

Die Suche nach einer mittelstandsgerechten Lösung ist allerdings nicht trivial. Zunächst ist nämlich als Faktum zu berücksichtigen – dies ist durch verschiedene empirische Studien belegt –, dass im Durchschnitt die Ausfallwahrscheinlichkeiten bei einer Kreditvergabe an den Mittelstand höher sind als bei Ausleihungen an große Unternehmen. Eine ökonomische Rechtfertigung einer speziellen Mittelstandskomponente im internen Rating ergibt sich jedoch durch die niedrigere Korrelation der mit der Kreditvergabe an KMU's verbundenen Risiken im Kreditportefeuille einer Bank.

Deutschland und Italien haben in Basel einen Vorschlag eingebracht, der – wie ich meine – eine elegante Lösung für die Berücksichtigung der speziellen Verhältnisse mittelständischer Kreditnehmer ist und das Problem einer genauen Definition des Mittelstandes vermeidet.

Dieser Vorschlag sieht vor, dass die Größe eines Unternehmens, z.B. gemessen am Umsatz, als weiterer Parameter in die Risikogewichtsfunktion im internen Rating-Ansatz einbezogen wird. Damit ergäbe sich ein quasi gleitender Übergang der Kapitalanforderungen bei Ausleihungen an kleine Unternehmen

über den Mittelstand hin zu großen Firmen. Zusammen mit den Italienern werben wir jetzt bei unseren Verhandlungspartnern in Basel für diesen Lösungsansatz.

Das Ziel eines mittelstandsgerechten neuen Baseler Akkords wird auch über eine großzügigere Anerkennung von Sicherheiten erreicht. Bereits geeinigt hat sich der Baseler Ausschuss auf die Anerkennung von Realsicherheiten; des weiteren dürften die Rückkaufswerte von Lebensversicherungen sowie die Berücksichtigung der Abtretung von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen konsensfähig sein. Über die Anerkennung weiterer Sicherheiten, z.B. der Sicherungsübereignung von bestimmten beweglichen Gütern, wird diskutiert.

Insgesamt bin ich zuversichtlich, dass die nach dem Konsultationspapier vom Januar d. J. nicht ganz auszuschließenden Effekte auf die Kreditkonditionen (Preise) auf diese Weise neutralisiert werden.

Auch auf das Angebot von Krediten wird sich Basel II positiv auswirken. Hierzu trägt die maßgeblich von Deutschland forcierte und durchgesetzte gleichberechtigte und gleichzeitige Anerkennung des internen Ratings bei. Durch den Einsatz der deutschen Verhandlungsdelegation im Baseler Ausschuss für einen Basisansatz im internen Rating wird es auch der breiten Masse von kleinen und mittelgroßen Banken in Deutschland möglich sein, sich für den internen Rating-Ansatz zu entscheiden. Die Verbände insbesondere im Sparkassen- und Genossenschaftssektor, aber inzwischen auch der Bundesverband deutscher Banken, tragen durch ihre Unterstützung bei der Entwicklung interner Ratingsysteme wesentlich dazu bei, dass die kleinen und mittelgroßen Kreditinstitute gegenüber den großen Banken nicht benachteiligt werden. Im Ergebnis wird damit die bewährte Vielfalt der Bankenlandschaft in Deutschland gestützt. Der mit dieser Vielfalt einher gehende Wettbewerb zwischen den Banken dürfte sich auch in der Zukunft positiv auf die Verfügbarkeit von Krediten und deren Konditionen auswirken.

Die breite Anwendung interner Ratingsysteme halte ich darüber hinaus aus einem ganz anderen Grund für sehr wünschenswert. Genauere Risikomessverfahren und eine Stärkung des Risikomanagements bei den Kreditinstituten tragen zu einer besseren Absicherung der Stabilität des Finanzsystems bei. Viele Banken haben allerdings schon lange vor und unabhängig von Basel II mit der Entwicklung interner Ratingsysteme begonnen.

Wenn sich ein Kreditinstitut nicht für das interne Rating entscheidet, sondern für den Standardansatz, bleibt es praktisch beim Status quo. D.h. diese Kredite werden wie bisher zu 100 % angerechnet und mit 8 % Eigenkapital unterlegt. Der mitunter vorgebrachte Einwand, dass sich bei diesen Instituten die Kreditkonditionen durch Basel II aufgrund der zusätzlichen Kapitalunterlegung für das operationelle Risiko erhöhen, trifft nicht zu:

Der Baseler Ausschuss hat sich darauf geeinigt, dass im Standardansatz ein niedrigeres Risikogewicht (um 75 %) für das Retail-Portfolio eingeführt wird; zum Retail-Bereich werden hier ausdrücklich auch Forderungen an kleine Unternehmen gerechnet. Die Motivation für diese Entscheidung war zum einen, auch im Standardansatz das niedrigere Risiko des Retail-Portfolios anzuerkennen.

Das zweite Motiv für den Baseler Ausschuss hat sich aus den Ergebnissen der Auswirkungsstudie ergeben. Diese hatte gezeigt, dass unter Hinzurechnung der Kapitalanforderungen für das operationelle Risiko die generelle Zielvorgabe der Erhaltung des gegenwärtigen Kapitalniveaus im Bankensystem nicht erfüllt war. Da die abschließenden Berechnungen hierzu erst zu einem späteren Zeitpunkt durchgeführt werden können, steht die genaue Höhe des Risikogewichts für das Retail-Portfolio im Standardansatz noch nicht fest.

III

Lassen Sie mich zum Schluß noch kurz auf einen anderen, aus deutscher Sicht sehr wichtigen Aspekt eingehen. Der Baseler Ausschuss hat sich in den letzten Monaten intensiv mit den Anpassungen der Kapitalanforderungen im internen Rating-Ansatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit der Kredite befasst. Die makro-prudentielle Bedeutung, die Deutschland diesem Thema beimisst, wird inzwischen auch von unseren Verhandlungspartnern anerkannt. Allerdings weisen einige Länder darauf hin, dass auch sie in dieser Frage ihre nationalen Besonderheiten in Form von kurzfristigen Finanzierungen haben.

Wir ziehen daraus die Schlußfolgerung, dass es den Banken selbst freigestellt werden sollte, ob sie die Laufzeit eines Kredits als eigenen Risikoparameter explizit berücksichtigen, oder ob sie die Risikogewichte für ihre Kreditnehmer mit einer impliziten durchschnittlichen Laufzeit ermitteln, die für alle Banken vom Baseler Ausschuss gesetzt wird und deshalb für alle gleich ist.

Für den Basisansatz des internen Ratings zeigen unsere Verhandlungspartner durchaus Verständnis für ein solches Institutswahlrecht. Im fortgeschrittenen IRB-Ansatz ist es jedoch noch strittig, ob den Banken unter bestimmten Bedingungen ein solches Wahlrecht eingeräumt werden kann. Dies hängt auch damit zusammen, dass vor allem der fortgeschrittene IRB-Ansatz wichtige Fragen des internationalen Level-Playing-Fields berührt, also z.B. die Frage gleicher Wettbewerbsbedingungen der Global Player in New York, London, Frankfurt und Tokio. Insgesamt hat sich die Diskussion jedoch auch dadurch deutlich entspannt, dass inzwischen nur noch über moderate Laufzeitanpassungen diskutiert wird.

* * *

Sendesperrfrist:
13. November 2001, 16:35 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Edgar Meister

Mitglied des Direktoriums
der Deutschen Bundesbank

Wie kreditwürdig ist der Mittelstand?

Beitrag zur Podiumsdiskussion anlässlich der 8. Berlin-
Brandenburger Gespräche
in Berlin
am Dienstag, 13. November 2001

Wie kreditwürdig ist der Mittelstand?

Unter dem Stichwort "Basel II" werden zur Zeit vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht die Regelungen zur Eigenkapitalunterlegung von Kreditinstituten überarbeitet. In jüngster Zeit wurden verstärkt Befürchtungen geäußert, dass insbesondere der deutsche Mittelstand durch die neuen Regelungen ungebührlich belastet würde und seine Kreditversorgung gefährdet sei. Im Folgenden werden diese Bedenken aufgegriffen und eine vorsichtige Abschätzung der Folgen für den Mittelstand vorgenommen.

Für den Mittelstand existiert keine einheitliche definitorische Abgrenzung. Das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) in Bonn zählt hierzu Unternehmen mit einem Umsatz bis 50 Mio. € und bis zu 500 Beschäftigten. Legt man diese Definition zugrunde, dann umfasst der Mittelstand in Deutschland im Jahre 1999 ca. 3,2 Mio. Unternehmen. Diese erwirtschaften 57 % der Bruttowertschöpfung und tätigen 46 % der gesamtwirtschaftlichen Investitionen. 69 % aller Arbeitnehmer sind in mittelständischen Unternehmen beschäftigt. Diese Zahlen verdeutlichen die herausragende Bedeutung des Mittelstands für die deutsche Wirtschaft.

Ein zentrales Ziel von Basel II besteht in einer risikogerechten Eigenkapitalunterlegung der Kreditinstitute. In dem Maße, wie ein einzelner Kreditnehmer ein höheres Ausfallrisiko aufweist, ist daher eine höhere Eigenkapitalunterlegung unvermeidbar. Umgekehrt werden Kreditnehmer mit einer hohen Bonität gegenüber den bisherigen Regelungen entlastet. Weiterhin sollte berücksichtigt werden, dass die von Basel II angestoßenen Reformen den gesamten Prozessablauf von Kreditanalyse und Kreditentscheidung verändern werden. Von den sich daraus ergebenden Effizienzgewinnen können letztlich alle Kreditnehmer profitieren.

Als Folge der verbesserten Risikosensitivität ist zu erwarten, dass sich nach Basel II die Sicherheit und die Stabilität des Finanzsystems weiter erhöhen.

Davon profitieren langfristig alle Kreditnehmer, da konjunkturelle Schwächephasen und Finanzkrisen in geringerem Maße auf die Kreditvergabepolitik auswirken. Gerade in Krisenzeiten erhöht sich dadurch die Bereitschaft von Kreditinstituten, weiterhin Kredite zur Verfügung zu stellen. Die Sicherstellung des Zugangs zu Krediten stellt für den einzelnen Kreditnehmer gerade in wirtschaftlichen Schwächephasen das entscheidende Kriterium dar. Dies gilt in besonderer Weise für den Mittelstand, da für diesen nur in Einzelfällen die Finanzierung am Kapitalmarkt eine Alternative darstellt.

Bei der Abschätzung der Auswirkungen von Basel II auf die Kreditkonditionen von Unternehmen ist zunächst zu berücksichtigen, dass die neuen Regelungen nur dann zu einem Anstieg des Kreditzinsniveaus im Mittelstand führen können, falls das Kreditrisiko in den bisherigen Kreditkonditionen nicht oder nicht vollständig berücksichtigt wurde. Bei denjenigen Kreditinstituten, die schon heute ihre Konditionengestaltung risikogerecht vornehmen, sind dagegen auch in Zukunft keine höheren Kreditzinssätze zu erwarten.

Als Referenz dient ein mittelständisches Unternehmen mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 2 % bezogen auf einen Zeithorizont von einem Jahr. Diese Ausfallwahrscheinlichkeit wurde als ein für den Mittelstand realistischer, aber tendenziell konservativer Richtwert in unabhängigen Studien u.a. von der Bundesbank ermittelt. Es wird die Anwendung des internen Rating-Ansatzes bei einer erwarteten Ausfallhöhe von 50 % der Kreditforderung unterstellt. Nach der aktuellen Beschlusslage in Basel II würde dies eine Kapitalunterlegung von 14,5 % der Kreditforderung bedeuten, also 6,5 Prozentpunkte mehr als derzeit.

Für einen mittelständischen Kreditnehmer ist nun entscheidend, in welcher Höhe sich dieser Anstieg der Eigenkapitalanforderung in seinem Kreditzinssatz niederschlägt. Unterstellt man als Zielgröße eine Rendite von 10 % bezogen auf das haftende Eigenkapital, würde sich ein Anstieg des Kreditzinssatzes um **0,65** Prozentpunkte errechnen. Soweit bereits jetzt oder nach Umsetzung von Basel

II am Markt höhere Zinssteigerungen beobachtet werden, sind diese nicht durch Basel II verursacht, sondern durch das Spiel der Marktkräfte.

Eine Rendite des haftenden Eigenkapitals von 10 % erscheint auf den ersten Blick niedrig, sie entspricht einer Rendite von 18,5 % bezogen auf eine für deutsche Kreditinstitute repräsentative Kernkapitalquote von 54 %. Dieser Wert entspricht ungefähr dem von der BIZ zuletzt für 1999 ermittelten Durchschnitt für international aktive Banken in den G 10-Staaten von 19,1 %. (In Deutschland lag die Kernkapitalrendite 1999 bei lediglich 12,8 %, also deutlich niedriger als im G 10-Durchschnitt.) Inwieweit die regulatorischen Eigenkapitalkosten sich in erhöhten Kreditzinsen niederschlagen, ist zum einen davon abhängig, ob die Bank bereits derzeit ihre Konditionen risikogerecht festlegen, und zum anderen von der Intensität des Wettbewerbs.

Dieses Ergebnis eines regulatorisch bedingten Zinsanstieges ist vorläufig. In Basel II werden noch weitergehende Änderungen der Risikogewichtsfunktion diskutiert, die auf eine geringere Steigung der Risikogewichtskurve und eine zusätzliche Entlastung insbesondere der mittelständischen Kreditnehmer abzielen. Eine Abflachung der Risikogewichtskurve wird bereits in einem aktuellen Vorschlag zur Anpassung der Risikogewichte berücksichtigt, der im Rahmen der sogenannten „Quantitative Impact Study 2.5“ (QIS 2.5) an die deutschen Banken weitergeleitet wurde.

Der Entlastungseffekt dieses aktuellen Vorschlages für den Mittelstand zeigt sich darin, dass sich das oben erwähnte Risikogewicht von 14,5 % auf 10,4 % verringert und daher anstelle eines Zinsanstieges von 0,65 nur noch ein Anstieg um **0,24** Prozentpunkte regulatorisch bedingt sind. Im Rahmen der QIS 2.5 werden die Kreditinstitute aufgefordert, die Auswirkungen dieses neuen Vorschlages auf ihr Kreditportfolio zu bestimmen. Die Ergebnisse dienen als eine wesentliche Entscheidungsgrundlage für die weitere Kalibrierung der Risikogewichte.

Empirische Untersuchungen liefern Hinweise, dass die Bonität mittelständischer Unternehmen im Zeitablauf weniger von konjunkturellen Schwankungen betroffen ist. Die deutschen Vertreter setzen sich daher in Basel dafür ein, dass die Unternehmensgröße explizit bei der Bestimmung der Kapitalunterlegung berücksichtigt wird. Gemeinsam mit einer größeren Anerkennung von Sicherheiten würde dies eine zusätzliche Entlastung des Mittelstandes bedeuten.

Insgesamt wird sich die deutsche Verhandlungsdelegation in Basel weiter dafür einsetzen, dass die Besonderheiten des Mittelstandes in angemessener Weise bei der Eigenkapitalunterlegung berücksichtigt werden, damit regulatorisch kein Zinserhöhungsbedarf in diesem Kreditsegment besteht.

Sie steht dafür ein, dass Basel II nicht zu einer generellen Benachteiligung des Mittelstandes führen wird. Wir sind auf gutem Wege, dieses Ziel zu erreichen.

Es wäre wünschenswert, wenn sich die öffentliche Diskussion verstärkt auch wieder mit den positiven Seiten der neuen Eigenkapitalstandards befasste. So dürfte sich Basel II auf das Kreditangebot insgesamt vorteilhaft auswirken. Hierzu trüge maßgeblich die von der deutschen Seite forcierte und durchgesetzte gleichberechtigte (mit dem externen Rating) Anerkennung des internen Rating bei. Dadurch wird es der breiten Masse von kleineren und mittelgroßen Banken in Deutschland möglich sein, sich für den internen Ratingansatz zu entscheiden. Die Verbände insbesondere im Sparkassen- und Genossenschaftssektor, aber inzwischen auch der Bundesverband deutscher Banken, tragen durch ihre Unterstützung bei der Entwicklung interner Ratingsysteme erheblich dazu bei, dass die kleinen und mittelgroßen Kredit-institute gegenüber den großen Banken nicht benachteiligt werden.

Im Ergebnis wird damit auch die bewährte Vielfalt der Bankenlandschaft in Deutschland gestützt. Der mit dieser Vielfalt einhergehende Wettbewerb

zwischen Banken und Sparkassen dürfte sich auch in Zukunft positiv auf die Verfügbarkeit von Krediten und deren Konditionen auswirken.

* * *

Embargo:
November 19, 2001, 6.00 p.m. local time

Deutsche Bundesbank

Dr Jürgen Stark

Deputy Governor

Deutsche Bundesbank

The euro – the new European money

W Hotel, 541 Lexington Avenue

New York

Monday, November 19, 2001

I

I am greatly honored to speak today before such a distinguished audience. It is good to be here in New York tonight – for I see this event also as a sign of solidarity and sympathy with a wonderful people and a great city. To us Germans, with the United States having stood by us for many decades following the Second World War, from the Berlin Airlift 1948/49 to reunification in 1990, solidarity should not and will not be – as Chancellor Gerhard Schröder put it a few days ago – a “one-way street”. With our unconditional solidarity, we can now give back to you some of the support you have been giving us for so many years. I wish to express my heartfelt sympathy to all of those who lost relatives and loved ones in the horrible terror attacks of September 11. My sympathy also goes out to the families and friends of the victims of last week's plane crash in Queens. Even after these terrible few weeks, to me New York always has been and always will be a symbol of the peaceful coexistence of people from all backgrounds, one which is a shining example for the entire world.

I am therefore especially pleased to be here with you today. I am, of course, also glad that you have shown such great interest in this event and that it was possible to organize this event despite all the difficulties involved. My thanks go out to all those who made this happen. I hope that this event helps bring us a little closer to a state of normality.

I would like to talk to you this evening about “The euro – the new European money”. When I spoke before the Council of Foreign Relations here 4½ years ago on the subject of European monetary

union (EMU), I still needed to provide a lot of background. At that time, even a fairly sophisticated American dictionary offered only two definitions of EMU. The first said: "EMU = electromagnetic unit." The second said: "EMU: large Australian bird that runs well but cannot fly." Today there is hardly likely to be anyone who, upon hearing EMU, does not immediately think of European monetary union.

If you're thinking about coming to Europe next year, you will meet the euro wherever you go – because in just a few weeks it will exist in physical form. Paris, Rome, Brussels or Berlin: in most of Europe, you will be able to pay with a single currency – euro bills and coins – starting on January 1, 2002. For you here in the United States, it is natural that the dollar is legal tender in all fifty states of the Union. For us in Europe, though, monetary union is a quantum leap, both politically and economically.

In my speech I would like to address the following issues:

1. The historical background of the euro.
2. The essential features of the new system and its ramifications.
3. The future outlook for the euro – the political agenda.

The historical background of the euro

The euro is not quite as new as the title of my speech would lead you to believe. In fact, the euro is already a reality. The new European

currency was born nearly three years ago when Europe entered Stage Three of economic and monetary union. However, compared with the dollar and its long tradition, the euro is a “rookie” in the monetary policy league. However, this “rookie” took the field after going through a tough “training camp” on the field of stability.

Nearly five decades ago, far-sighted European politicians kicked off the drive toward European unification. Sure, this drive has repeatedly been hampered by setbacks. However, the thrust towards greater integration has ultimately been unmistakable. European economic integration has been firmly established according to the principle of an “open market economy with free competition.” This was not as obvious back then, as it seems today. Here in the United States, in particular, people might say “what else?” In Europe, though, it would behoove us to keep reminding ourselves of what it takes for a market economy such as ours to function properly. Only by paying attention to fundamental principles – personal responsibility, individual initiative, entrepreneurial spirit, and competition – can social equity be achieved; and this is what is needed to overcome the severe structural problems that still beset Europe. We Europeans can learn much in this sphere from the United States.

The latest and greatest step towards integration in Europe has been entry into Stage Three of economic and monetary union. The euro-area countries have entered into a community of solidarity without any “exit.” There is no precedent for this unique project. In fact, it can

rightly be called the most significant innovation in monetary history since the creation of the Bretton Woods system in 1944.

This project is also unparalleled because clear preconditions needed to be met before EMU could be launched. The countries participating in monetary union needed to pass a stability test beforehand. Only then could their currencies merge to form the euro. By contrast, in the past currencies only ceased to exist after having failed to function as a store of value.

The historical, political and economic dimensions of this project are extraordinary. I sometimes get the impression that this is not being given its due on either side of the Atlantic – Europe or the United States. There still seem to be US investors who think that “EMU is crazy – in particular for Germany.”

A single currency for Europe means waiving political sovereignty at the national level. This was a particularly difficult step to take for many people in Germany. That should come as no surprise: the D-Mark transcended its economic importance to symbolize the postwar reconstruction of Germany. The D-Mark stood for growing prosperity and Germany's reintegration into the international community. This success story also played a substantial role in the negotiations on EMU. Yet it was ultimately the courageous political will and the success in convergence achieved in the run-up which made it possible to turn the vision of “one market – one currency” into a reality. Through this well-prepared yet courageous step, Europe has received

positive stimuli. The elimination of exchange-rate risk among the countries involved and the greater integration of financial markets are advantages that are immediately obvious. However, the medium-term orientation of monetary and fiscal policy represents an even greater success. A European stability culture has emerged! This signifies a paradigm shift in European economic policy.

The essential features of the new system and its ramifications

The new European reality, with a new economic policy regime, is a rather ambitious one. The path chosen was not the usual “one political entity - one currency” route but instead one in which a single monetary policy has to contend with budgetary and economic policies which are still largely in the hands of individual nations. This is a difficult concept to explain outside of Europe, even to those who have been keeping up with developments in Europe.

In the United States, there are some people who sometimes wonder how Europe really functions. By the way, we in Europe also wonder sometimes what makes the United States tick. We must learn to understand and accept existing institutional structures on both sides of the Atlantic. A chosen economic policy regime must be judged against the background of historical developments, traditions and its specific regional environment.

Naturally, the asymmetry between centralized monetary policymaking and decentralized economic and fiscal policy generates a certain

tension. The way to overcome this state of tension is to closely coordinate decentralized economic and fiscal policy at the European level. Fiscal policy in the member states is additionally required by the Stability and Growth Pact to achieve the medium-term goal of a budget that is close to balance or even in surplus. One rationale for the Stability Pact was that it would be asking too much of a single monetary policy to be the sole defender of stability. The other was to keep government budgets sustainable. Public debt and the interest burden should not be allowed to go up after every economic slump as happened in the seventies and the early eighties. An additional factor is the unfavorable demographic trend in Europe. The aim is to regain fiscal policy room for maneuver and to avoid placing an undue burden on posterity.

This fiscal policy self-commitment in Europe is "revolutionary". Fiscal rules of this type are probably unprecedented worldwide. Yet these rules are not a straitjacket. In monetary union, the government sector has an important role in stabilizing demand. Through automatic stabilizers, the government budget has a steady effect on economic development. In Europe, these automatic stabilizers are twice as effective as in the United States. One reason lies in the higher European general government ratio; another is the difference in the levels of social transfer payments. Given a 2 % decline in growth, these stabilizers restore $\frac{1}{2}$ percentage point of GDP in the United States, whereas in Europe it would provide a fiscal stimulus of 1% of GDP.

As you can see, it is expressly not the objective of the Stability and Growth Pact to stifle the ability of the budget to breathe in sync with the economic cycle. The Stability and Growth Pact is seen as a burden only by those member states which passed up the opportunity to consolidate their budgets over the past few years and which have so far failed to achieve a sustainable medium-term position. However, this sustainable medium-term budgetary position is a basic precondition for fiscal policy stimuli to be able to generate additional demand in the first place. Given unsound financing, in the private sector only the saving ratio would increase – to make up for impending tax increases or cutbacks in transfer payments. This is an aspect which I am afraid is all too often overlooked in the debate on European economic programs.

In addition, there are indeed serious reasons for objecting to an anti-cyclical fiscal policy. The time lags in the political decision-making process and in implementation are generally too great to preclude pro-cyclical effects. The fact that it will tend to have an adverse impact on interest rates should not be underestimated, either.

The situation from which fiscal policy starts out is a completely different argument. Here, the United States is in an entirely different position than Europe. In the euro area, the general government ratio is just under 49 % of GDP, and thus 1½ times that of the United States.

I intentionally placed fiscal rules in Europe at the top of my agenda for this talk. One reason is that this necessary implication of monetary

union is often overlooked or not properly understood. The other is that fiscal rules are occasionally perceived as a barrier to greater economic growth in Europe. It is easier to get across the message that monetary union requires institutional changes in monetary policy.

Monetary union led to the creation of a new institution in Europe, the European Central Bank. It is an independent institution with the priority task of maintaining medium-term price stability. This approach is based on a broad consensus among central banks – not just in Europe but worldwide – that the best macroeconomic contribution monetary policy can make towards improving the economic outlook and raising standards of living is to credibly maintain price stability over the medium and long term. Within this consensus there are various concepts and different strategies that can also have a variety of ramifications.

At any rate, monetary policy cannot work wonders. Chairman Greenspan a week ago put it that way: Interest rate cuts are not an instant fix to every problem. However, it can contribute to low and stable inflation expectations. And stable money is a core element of the functional viability of a market economy. Transparency in price formation is improved by giving an undistorted view of supply and demand in the real economy. Keeping inflation as low as possible holds down long-term interest rates and minimizes the distorting effects of the tax and social welfare systems.

Decades of practical experience and a wealth of empirical studies have led in Europe to the mandating of price stability as a priority objective and have led to the transfer of this task to an Eurosystem, which is free of political influences. This mandate has been used to develop a stability-oriented monetary policy strategy tailored to the specific needs of the Eurosystem.

The changeover to a single monetary policy involved a pronounced regime shift. The structural and institutional changes and the resulting insecurity regarding the future transmission process needed to be taken into account when formulating the monetary policy strategy. For it to be able to perform its task, monetary policy needs to earn market participants' confidence. The monetary policy strategy must therefore be credible – while at the same time taking due account of the particular environment in which monetary union operates. Such a strategy must be clear, comprehensible, transparent, reviewable and compatible with the institutional independence of the Eurosystem.

The ECB's two-pillar strategy meets these criteria. The first pillar, which assigns an outstanding role to the monetary aggregate, is designed to be the "nominal anchor" and recognizes that inflation is essentially a monetary phenomenon. The second pillar undertakes a well-founded assessment of the outlook for price developments, incorporating the entire range of relevant cyclical indicators.

Many critics claim that this strategy is inconsistent. For that reason, some recommend strict monetary targeting, while others say inflation

targeting is the way to go. I think the strategy chosen is sufficiently clear and reflects the specific situation the European monetary union now finds itself in.

In an insecure world, it is not possible to assign each of the two pillars a fixed and unchanging weight. Therefore, the information relevant to the price outlook is recompiled every time using the framework provided by the two pillars and subjected to a fundamental analysis. Yes, this concept is new and, for that reason, takes some time getting used to. However, the euro was launched in a completely new environment, too. And this is why an independent approach was chosen. The assertion that the ECB's Governing Council bases its decisions arbitrarily on whichever pillar is most convenient at the time is completely unfounded. Today I would like to call on all of you to see this strategy as an independent approach alongside others and to accept it as such. Critics cannot use their own – wishful – thinking as a benchmark. And it should not be assumed that there is a global “one-size-fits-all” monetary policy.

Of course, this strategy being pursued by the Eurosystem requires a communication policy that meets high standards. Monetary policy cannot be successful in the long run if the public does not accept it. This is particularly the case with a young and independent central bank. It must constantly seek a dialogue with the public. What is often overlooked is that the ECB is one of the most transparent central banks in the world, with a communication policy that goes above and beyond its statutory obligations. Among the most important central

banks, only the ECB holds monthly press conferences immediately after it has taken monetary policy decisions.

However, a "track record" says more than words can. Credibility is gained by actions, not words. For the Eurosystem, this means adhering to the primary objective of maintaining price stability "in a time-consistent" manner. The decisions of the past two months have clearly demonstrated the ability of the ECB to respond quickly to exceptional events without giving up its medium-term orientation. The ECB has taken due account of global developments and has assumed its share of responsibility for the stability of the international financial system. In my view, the ECB Governing Council's monetary policy decisions do not need to shy away from the critical attention of the public.

However, we should not make the mistake of attempting to transfer the macroeconomic framework as it exists in the United States to Europe or vice versa. On the one hand, long-term interest rates in Europe play a more important role in investment decisions. On the other hand, Europe is more heavily regulated and has less flexible labor markets. The European automatic stabilizers are more powerful. In the United States, wealth effects from the valuation of stock prices have a stronger influence on consumer behavior than in Europe.

In the seventies our attempts to implement short-term anti-cyclical economic policies taught us a tough lesson. The necessary adjustments came with a painfully high macroeconomic price tag.

Even today many countries are suffering from the major debts run up in that period, which, in some cases, are over 100 % of GDP. The medium-term orientation of macroeconomic policies was hard-won. It is precisely in troubled times that this orientation should be adhered to.

The future outlook for the euro – the political agenda

Well now, what specific changes have taken place in Europe and what still has to be changed? Today's Europe does not resemble the sclerotic Europe of the eighties. Prior to monetary union, considerable adjustments were undertaken in the real economy, which are going to start having an impact over the medium term.

1. The economies of Europe have converged to form a single internal market. There are no more barriers to free trade in goods, services and capital. In the nineties, many countries' state-owned enterprises were privatized, and markets were liberalized and deregulated – particularly in the telecommunications, media and energy sectors. Monetary union is the final stage in achieving the single market. The money market is fully integrated, and the European capital market is also making great strides toward integration.
2. Monetary union means that exchange-rate adjustments are no longer possible in the euro area. The exchange-rate distortions that have occurred time and again due to external shocks, and the attendant expansion of interest-rate spreads, are now things of the past. These advantages were already evident in 1998 following the

Russian and LTCM crises. These advantages have been equally evident in the past couple of months.

3. The euro-area fundamentals are quite strong. The results of the more medium-term policies, which have been implemented so far, have to be rated as positive. Since its inception, the ECB has largely guaranteed price stability. Interest rates are low and conditions for borrowing are favorable. Wage developments are moderate, and government budgetary consolidation is making progress.

However, there is no cause for complacency.

Economic growth in the euro area will be around 1½ % this year; for Germany this figure will be ¾ % at the most. At the same time unemployment, already high to begin with, will continue to rise – especially in the large economies. Europe's problem is that its potential growth rate is only a sluggish 2 to 2½ %. In the event of a global downturn, Europe will therefore quickly be pushed to the brink of economic stagnation.

The priority must therefore be to increase potential growth. This cannot be done over the long term by deficit spending, nor is an even easier monetary policy the answer. Economic reforms are the only road that will lead to success.

Despite the creditable steps toward reform that were taken in the nineties, European economies are still struggling under a raft of burdens from the past: high structural unemployment, a welfare state that is overstretching the capacity of many countries, and future strains caused by demographic developments. The euro and the current economic slump have made structural problems even more apparent. At the same time, the euro will prove to be the most ambitious reform program of the European Union. Any economy refusing to become more flexible will be left behind. Just a few days ago the IMF once again called on European governments to tackle structural problems on the labor market through, in its words, "a consistent and coherent set of labor market reforms." These problems "head the list of remaining structural priorities."

Especially in Germany, the issues involved are - among others -

- the degree of job security
- the type, amount and duration of unemployment benefits
- the wage formation process and wage differentiation
- the amount of non-wage labor costs and, by extension, social security reform.

These are all tasks that each country has to tackle and accomplish by itself. Monetary union requires flexibility at the national level – since exchange rates are no longer available as an adjustment parameter. Prior to EMU's inception, many critics pointed out that only an optimum currency area could afford to forgo flexible exchange rates as an adjustment tool in the event of asymmetrical shocks.

The mobility of labor as a factor of production in Europe, so the argument, is too restricted by cultural, linguistic and legal barriers to effect the necessary adjustment in a single currency area.

However, one of the most striking effects of the history of European integration has been that real shocks are becoming increasingly symmetrical. In addition, European economies are less regionally specialized in certain sectors of industry than, say, the United States. Therefore, the need for geographical mobility is likely to be a less important factor. Divergences exist in all currency areas, even in one as long established as the United States. In the euro area, inflation rates range at present from 1.6 % in France to 5.4 % in the Netherlands. By comparison, in the United States the inflation rate was 2.4 % in Chicago and 5.0 % in San Francisco. Divergences in real growth rates in the United States are no less pronounced than they are in the euro area, either. Forecasts for 2001 range from 6.3 % in Ireland to 0.7 % in Germany. In the United States, the average growth gap between the individual states in the nineties was as high as 7 % of gross state product (GSP).

Of course, much remains to be done. There is a clear correlation between the politically urgent structural reforms and the international standing of a currency. The development of the euro's exchange rate since 1999 has not been satisfactory, yet it is not a measure of the success or failure of EMU. The euro and globalization are exerting pressure on policies and markets in Europe to become more flexible.

At the same time, however, the reforms will – in the medium to long term – accelerate the pace of economic growth and enhance the attractiveness of the euro area as well as the single currency. What will be a crucial factor, therefore, is that policymakers commit themselves in a credible manner to tackling the necessary changes and, at the same time, to safeguarding the stability of the euro. As monetary history has repeatedly shown, a stable internal value is the precondition for gaining that sustained confidence of international investors, which also gives a currency its external stability.

One of the main tasks of the national central banks of the Eurosystem at present is preparing for the cash changeover on January 1, 2002. This is a tremendous logistical task. It is a great challenge to all of us. But I am confident. We will have a smooth transition from national currencies to the euro. I am also convinced that the issuing of the euro in physical form will help to improve acceptance of the new currency in Europe and in particular in Germany. The results of the latest Eurobarometer opinion survey show already a growth in support for the euro. In the euro area, 66 % of the people support the single currency. Germany is still lagging behind, with 53 % in favor of the euro; however, this is a significant improvement compared with the previous opinion survey.

From an economic point of view the changeover is a non-event; but it is not a merely technical process. It is the final and historical step towards further political integration in Europe. At least, I hope that the euro will also function as a catalyst in that direction. After all, history

tells us that normally the territory of a political entity and the monetary area is identical. This is not – or nor yet – the case in Europe. As a consequence, monetary union cannot stand alone. In the medium term, EMU will need to be underpinned by political union. In particular, the stage of intergovernmental cooperation must be overcome in foreign and defense policies, and in domestic and legal policies. That means national interests have to become manageable and ultimately to be overcome in order to move on to truly common European policies.

The deepening of European integration and the enlargement of EU offer a unique opportunity to integrate Europe peacefully and to create a region of stability and prosperity. Slowly but surely Europe is beginning to liberate itself from political standstill. Political processes take time since they need to be supported by a public majority. The deepening of integration and the enlargement of the EU both need the support of suitable political and macroeconomic framework conditions. This includes in particular, favorable growth and employment trends, which, in turn, can only be brought about in an environment of price stability.

For the first time in history, Europeans from Lapland to Portugal and from Ireland to Greece will use the same currency. And what is also of importance: for the first time since the empire of Charlemagne 1,200 years ago, French and Germans will be united by a single currency.

I am convinced that the euro will become a symbol of identification with Europe and of the idea of deeper European integration – if the euro stays a stable currency. This symbol reflects a strong political will and a long-lasting process of economic and political integration:

- towards an open market economy,
- towards free competition,
- towards tolerance and democracy,
- towards freedom and peace.

* * *

Embargo: November 19, 2001, 9 a.m., local time

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

President

of the Deutsche Bundesbank

The introduction of the euro as a historic event

Speech delivered at the

European American Business Council

in Washington

on November 19, 2001

I

Ladies and gentlemen,

It is an honor for me to be here in Washington today. I would like to thank you for your kind invitation, which gives me an opportunity to discuss European Monetary Union with so distinguished an audience. Before I come to my main point, I would like to assure you that I feel close bonds with the people of the United States in these troubled times.

If you type "historic event" into your favorite internet search engine, you will get about 40,000 responses. Well, of course, I did not check all the sites suggested, but be assured that there is quite a wide variety of "historic events". The introduction of the euro was not among the top twenty hits of that search, though. In discussing the historic dimension of the introduction of the euro today, we are not exactly walking a well-trodden path. However, as I will make plain today, that introduction *is* a historic event.

II

The three large currency areas in the world — the United States, Japan and the euro area — together account for almost one-half of world output. Those three entities share a lot of similarities, but they are strikingly different in some respects.

In terms of population size, the United States and the euro area are quite similar, around 300 million people, while Japan is a little less than half that size.

In terms of the share in world GDP, Japan is less than 10 percent, the euro area comes out in the middle, at 16 percent, while the USA accounts for rather more than one-fifth of world GDP. Per capita GDP, however, in the USA and Japan is about 50 percent higher than the euro area's € 20,000 per head.

Ranked by openness — external trade in relation to GDP — the euro area is the most open of the three large currency areas, with its current account roughly in balance. The USA comes second with a current account in deficit, and Japan has its current account in surplus.

Comparing the three areas with respect to the public sector's share in the economy, the USA has the lowest government expenditure, it has the lowest public debt and for the time being a budget in surplus. While the euro area has made some progress in reducing the government deficit and debt, the continuing slump in Japan has led to a rise in both measures of the scale of the public sector's activity.

In the field of finance, the three large currency areas show different structures due to the traditions followed. Bank deposits as a medium of investment, and bank credit as a source of finance, predominate in Japan.

Investors and financiers in the USA clearly prefer the capital markets. The euro area is claiming the middle ground, with a certain tendency towards a more market-centered system.

Economic and financial integration is deepening fast. International trade has grown considerably during the last couple of years. Foreign direct investment flows have increased even faster. Portfolio investment has internationalized. Stock exchanges are moving more or less in sync.

Growth rates are dwindling simultaneously in all three large currency areas at this point in time. That has very much to do with the higher degree of global integration yet underestimated by many policy makers. Growth of global trade will probably diminish this year to two percent after 12 percent last year. Among the major regions in the world only China, the Middle East and Russia, including some neighboring countries, will show substantially positive growth rates. There is something like a global business cycle. However, there is no perfect synchronicity among different areas. Causes, consequences and repercussions are different in every currency area. Therefore, policy reactions have to vary.

The US business cycle is close to a technical recession. Remember, less than a year ago, forecasters wondered whether the USA would see a hard or a soft landing. The downward trend of the high tech industry, and the corresponding overinvestment in IT

where prominent among the causes of the downward movement in growth rates. The savings rate rose abruptly and the labor market performed increasingly worse. After September 11, additional negative psychological impact has to be overcome.

The USA responded quickly. The Fed lowered interest rates, the federal government lowered taxes substantially. Firms and markets do adjust quickly. I have no doubt that the US economy will again show rising growth rates within a few months.

Japan — already in a prolonged recession — could not withstand this downward trend. Japan has to cope with an economy that is still recovering from the effects of the severe banking crisis that followed the bubble economy of the late eighties.

Finally, the Euro area business cycle followed the world trend more closely than was observable in recent years. This can be seen as an outcome of closer links due to increased foreign direct and portfolio investment. Growth rates diminished, employment gains came to a halt, and prospects for the next year have worsened over the last months. However, capacity utilization and sentiment are still higher than, for example, in the recession of 1993. Adjustments take place, although slower than in the USA. As usual, expectations adjust faster than production. For Europe, psychological factors are no less important than in any other currency area.

Different causes require different policy reactions. This is the first reason for varying responses of the three central banks. Another – equal important reason – is that they pursue different concepts. The Bank of Japan is in an exceptional situation, anyway.

The US Federal Reserve System was set up in 1913. In accordance with the Employment Act (of 1946) and the Humphrey-Hawkins Act (of 1978), it must pursue several objectives at the same time: economic growth in line with potential output growth, stable prices, a high level of employment and moderate long-term interest rates.

The European System of Central Banks is "the new kid on the block" among the large central banks. Since 1999, it has pursued its sole primary objective of price stability.

Differences in objectives and in strategy are the main explanations of the perceived differences in response to the current situation.

For Europe, monetary integration is an event of historic dimensions. Joining forces to set up a common currency area promises prosperity and stability to 300 million people. The institutional features of the ESCB provide for a framework enabling it to keep this promise. The success of the euro is one of the driving forces for Central and Eastern European states to apply for membership in the EU.

It is not only in Europe that efforts towards regional integration are being made, including notions of, and moves towards, monetary harmonization. Such discussions are likewise topical in all five continents:

- A currency union between Russia and Belarus is the one that is most concrete at present. The two countries have decided to set up a currency union from 2005 onwards; at first, the Russian rouble will be their currency.
- The member states of the Gulf Cooperation Council have been contemplating an Arab Gulf currency for some time. To further that initiative, they have recently set up a committee to take charge of studying the necessary requirements. However, political, economic and financial convergence does not suggest the early introduction of a common currency.
- In South America, monetary integration is envisaged for the Mercosur countries from time to time; however, with economic developments in Brazil and Argentina diverging more and more, a currency union looks rather far away.
- The idea of developing an American currency union from NAFTA emerges now and then. Obviously, it has not been pursued with any real zeal up to now.
- Talks about a possible yen zone have come up regularly in Asia. However, although trade and financial integration is well advanced there, switching from dollar orientation to yen orientation does not look very likely at this point in time.
- Deliberations on forming currency unions between Australia and New Zealand, or in Africa, are in a very preliminary state, as the political will to cooperate is lacking. In

Africa, however, with the CFA Franc zone and the South African Rand zone, two currency unions already exist.

III

European Monetary Union (EMU), which started on January 1st, 1999, has its origins in the 1970s, when the first plan of a single European currency was drafted. Not until the Treaty of Maastricht — signed in 1992 — was the notion of a European currency put into concrete form. EMU is to be completed six weeks from now, when euro notes and coins are circulated.

Monetary unions in Europe, however, are not unprecedented. Three of them were set up during the second half of the 19th century. Today's world resembles the 19th century world in certain respects.

In that age of industrialization, rapid international integration was witnessed. Transportation costs sank, and led to closer trade relations. Profound structural change was the result. As the European countries became more similar, their economies converged. In that environment, naturally, monetary integration was deemed helpful.

Today, we are in the age of so-called "globalization". Transportation costs, information costs and communication costs have come down tremendously. Structural change is taking place in the "information society".

Trade and investment relations are becoming ever closer. This is especially true of the European Common Market, where freedom of movement is guaranteed for people, goods, services and capital. The case in favor of monetary integration in Europe is compelling.

Let's have a look now at the 19th century currency unions in Europe, and find out what we have learnt. Just as drawing an analogy of the international setting is far from perfect, so is any comparison of the monetary unions themselves. We can, however, gain some useful insights from earlier experiences.

In 1865, the four sovereign states of Belgium, France, Italy and Switzerland — Greece joined a little later — set up the Latin Monetary Union. The union covered only coinage, and had no common central bank. It was originally constructed as a forerunner of a political union — which was never established, though.

The founding treaty was open to interpretation in several respects, and that leeway was extensively exploited. Overall, commitment to the treaty was weak. One country was able to finance its public deficit by printing — or rather minting — money. What made those altogether rather heterogeneous countries stick together for more than 60 years was basically the need to tap the French capital market.

The issue of the Scandinavian Monetary Union was rather different. Sweden, Denmark and Norway — all three countries now abstaining from EMU — pegged their currencies to one another in 1872. They aimed at economic, political and cultural cooperation. In some respects, the Scandinavian union was more weatherproof than the Latin union. The three countries pursued similar development strategies, they were export-oriented, and they showed great adaptability to exogenous shocks.

Today, we would speak of convergent economies. Furthermore, the union treaty only spelled out what had been practised before.

What made the Scandinavian Monetary Union fall apart (in 1931)? Against the backdrop of international banking crises, it seems as if the lack of a single monetary policy framework was one of the reasons. Monetary policy in the three countries gained an increasingly national flavor, as, first, a pre-World-War-One export boom hit the union asymmetrically. And so, a little later, did the war itself. Monetary policy diverged increasingly, until the union was formally terminated in 1931.

As a third example, let's have a brief look at the German Monetary Union of 1871. The ground for that currency union was well prepared. First, the German Customs Union had already created a common market, although that had been hampered by the

existence of disparate coinage systems. Labor mobility in the common market was relatively high. Second, Germany had been united politically under the lead of Prussia. The Reichsbank Act of 1875 then established a unified central bank to complete the German Monetary Union. It introduced the German "Mark" currency one year later.

What are the insights to be gained from these stylized facts about three earlier experiences of European monetary unions? We can identify certain features of such unions that seem to be conducive to the stability, and the success, of a monetary union. The European Union took these experiences into account when designing EMU.

IV

A monetary union is intended to provide the participating countries with a stable monetary regime that ensures price stability and enables them to thrive. The Maastricht Treaty set up the European System of Central Banks, with the European Central Bank — the ECB — on top. Both the ECB and the national central banks are independent. Monetary policy decisions are taken by the ECB Governing Council, which consists of the ECB Executive Board and the Governors of the participating national central banks.

Unlike the centralized decision-making, the implementation of the single monetary policy is decentralized. National central banks provide the markets with liquidity, in accordance with the decisions of the ECB Governing Council.

The primary objective of the European System of Central Banks is to maintain price stability. The ECB Council defines price stability as an increase in consumer prices in the medium term of less than two percent a year.

Unlike earlier monetary unions in Europe, EMU was set up with a watertight monetary regime. We have one single currency, the euro. The ECB has the sole right to authorize the issue of banknotes. Troubles similar to those which both the Latin and the Scandinavian Monetary Union ran into, when the countries' central banks pursued divergent policies, cannot occur under the European monetary framework, where decision-making is centralized.

A common stability orientation of all policy areas, to which all member states are committed, is essential.

The second stability-ensuring institutional feature of EMU is the Stability and Growth Pact. It spells out how member states are supposed to ensure sound public finances, as the Treaty obliges them to avoid excessive deficits.

As long as national budgets are in order, there is no incentive for member states to pursue an overly lax monetary policy, with an eye to reducing the interest burden on their budgets. Wage policy is another national responsibility. Wage agreements have in general been settled in line with productivity advances. Low, and stable, inflation expectations reflect confidence in the Eurosystem's policy, and help in negotiating stability-oriented wage settlements.

Research in the field of optimum currency areas has come to the conclusion that the member states of a successful currency union need to be what is called convergent economies. Convergent economies allow for a unified policy; divergent economies require differentiating policies. Its relative homogeneity may explain why the Scandinavian Monetary Union, over a long period, was more successful than the less convergent Latin version.

The European Union has been developing a Single Market for more than half a century. The four fundamental freedoms — mobility of goods, services, people and capital — ensure that what had previously been a customs union became an integrated economic area. Convergence is progressing.

Entry into EMU was and is conditional on the fulfillment of "convergence criteria". Countries willing to join the monetary regime must display a "high degree of sustainable convergence". That is measured in terms of price stability, exchange rates, capital-market rates and sound public finances.

In a currency area, we have a "one-size-fits-all" monetary policy, and no exchange rates to cope with asymmetric economic shocks. Such shocks may occur despite the advanced state of convergence in the euro area. The countries of a monetary union are therefore in need of flexible goods, capital and labor markets. The EU member states are working to improve the flexibility of those markets. Insofar as price rigidities exist mobility, as ensured by the four basic freedoms, is called for.

Political union has, in the past, proved helpful in preserving the stability of a monetary union. The European Union is moving slowly but steadily towards that long-term goal. Its willingness to assume greater responsibility in the global context is encouraging in that respect.

Overall, European policy makers have created a monetary union that is designed to last. Features which, in former currency unions, proved destabilizing have been avoided in the design of EMU.

But institutional features alone do not guarantee EMU's success. Commitment to the Union, and a true European spirit, are called for. In the ECB Council, we show this European spirit. National interests are not relevant to the process of shaping monetary policy for the euro area — the euro area as a whole.

V

Ladies and Gentlemen,

At its start, the Eurosystem has seen a period of unprecedented price stability. In 1998 and 1999, consumer prices rose by only 1.1 percent; in the year 2000, the inflation rate, at 2.3 percent, ran a little above the two-percent ceiling, after the sharp increase in oil prices during 1999 and 2000.

This year, after peaking in May, at 3.4 percent, the inflation rate has been decreasing. In October, prices were 2.4 percent higher than one year before.

In the current environment of a weak world economy, the ECB Governing Council is expecting a further moderation of price movements. At its most recent meeting on November 8, the Governing Council decided therefore to cut rates by half a percentage point. It has lowered its key interest rates during this year by 150 basis points to 3.25 percent.

The ESCB has been assigned one main policy goal: keeping inflation in check. If possible without compromising price stability, it shall support general economic policies. The reasoning behind this policy mandate is threefold.

First, there is a purely economic reason. Keeping overall inflation low is the best contribution a central bank can make to sound economic growth. Furthermore, inflation tends to modify distribution in an unfavorable way.

Second, there is the well-known principle of reaching a bundle of policy goals best if each institution is assigned only one of the goals. And, third, there is the argument based on democracy theory: once an institution is granted independence, it should be given a clear mandate in return.

A generally stable currency, and markets that trust the stability orientation of central banks, make for lower price increases at times of crisis. They also anchor inflation expectations at low levels. The larger currency area is able to cushion external shocks.

In its brief history, the Eurosystem has already dealt successfully with three external shocks and crises. We have seen the Asian crisis in 1997-99, an oil-price shock in 1999-2000 and, most recently, the terrorist attacks. Europe did not escape unscathed from all these events. However, the low level of turbulence *within* the euro area contrasts with sharper reactions to similar events in the period before EMU existed. This means that we have withstood what has been regarded as the worst-case scenario for the new currency.

The European currency area exhibits greater macroeconomic stability, to the benefit of all its citizens, and also to the benefit of the world economy at large. For this greater

macroeconomic stability to become reality, convergence is of paramount importance. Economic convergence is a precondition for the "one-size-fits-all" monetary policy really fitting all the regions in the euro area. A currency union, both stable and beneficial, needs convergence in all three respects: nominal, real and structural convergence.

VI

The European single currency fostered stronger economic integration by means of foreign direct investment. In 1999, world FDI flows, at € 888 billion, were more than three times as high as in 1995. Intra-EU FDI flows grew significantly faster over that period. In 1999, they were five times the size of 1995. In addition, intra-EU direct investment has risen significantly since the start of EMU. In the year 2000, it actually rose by 50 percent. Today, intra-EU FDI accounts for one-quarter of world foreign direct investment.

FDI stocks show a similar picture. Intra-EU FDI stocks make up 22 percent of world FDI stocks. Almost one-half of the FDI stock originating in the European union is invested in another EU member state.

The FDI statistics clearly show, first, that economic integration in the EU is intense, and, second, that economic integration deepened fast after the introduction of the common currency. These observations are borne out by the trade statistics. About one-half of the external trade of the euro-area member states is intra-euro-area trade.

VII

It is in the financial markets that the benefits of a common European currency are to be felt most clearly. The implications of the euro are obvious: rising liquidity, deepening and widening of the money, bond and stock markets, reduction of transaction costs and abolition of currency risks. The euro speeds up financial market integration.

Correspondingly, the functioning of the European Monetary Union depends heavily on a high degree of financial market integration. Its smooth functioning enables monetary transmission to work. Progress in this field is tremendous, but more is yet to come.

Those parts of the European financial markets that are crucial to the transmission of the Eurosystem's monetary policy are already integrated to our satisfaction. The wholesale market for interbank liquidity in the euro area is now actually a single European money market.

In addition, European banks are interconnected in a common payment-system infrastructure. And improvements to the euro-area-wide payment system are being undertaken. A few days ago, the Bundesbank launched its new payment system RTGS^{plus}, which improves security, reduces liquidity needs and expedites settlements of gross payments.

Through this system, about 8,500 banks and credit institutions, including their branches all over the world, are accessible.

The most impressive progress, in terms of integration, has been witnessed in the euro-area bond markets. Yield differences among the government bonds of the different participants have narrowed from more than five percentage points before EMU to some 30 basis points nowadays. The remaining spread is mainly due to the varying liquidity of the papers issued. Currency risks or divergent monetary policies no longer disturb the euro-area-wide diversification.

In terms of outstanding amounts, the euro-denominated bond market is still significantly smaller than that denominated in US dollars. But in terms of new issuance, both markets are on a par. One reason for that is the sharp rise in the new issuance of corporate bonds. Here again, diversification within the euro area has increased. The issuers' nationality, as a determinant of the yield and performance of bonds, has been superseded by other factors, especially by a sectoral view.

Accordingly, investors in the equity markets have shifted their perspective from country benchmarks to pan-European sector benchmarks. European equity markets are still small compared with those in the USA. The market capitalization of domestic shares, as a ratio of GDP, reaches about 90 percent [2000]. The matching figures for the USA and Japan are 152 percent and 68 percent, respectively.

Equity markets in the Euro area are growing fast. The ratio of new issuance to market capitalisation averages over 4 percent. This is twice as much as has been achieved in the USA or Japan.

Further integration of equity markets in Europe is being hampered by the segmentation of both stock exchanges and clearing and settlement systems. A consolidation process has started, and should be fostered by legal harmonization in the field of financial services. The degree of integration in the banking sector is mixed. On the one hand, wholesale markets and investment banking are largely integrated. On the other hand, commercial credits and retail banking still operate in national, segmented markets. Only a few European banks created by cross-border mergers start to offer retail services at a standardized level for customers in more than one country.

The financial system in the euro area is still highly bank-dominated. At the end of last year, credit financing totaled about 108 percent of GDP. This is twice as much as in the USA. The same ratio holds for deposits. In the euro area, they account for 80 percent of GDP, while the US figure is about 40 percent.

However, capital markets are increasing in importance in the euro area. Disintermediation is gaining ground. Financial markets have boomed in recent years and investment banks (as well as non-bank financial firms like institutional investors, pension and investment funds) have enlarged their market share. Disintermediation will be enhanced by the need for pension systems to rely more on funded retirement schemes.

Disintermediation will change the transmission process. Basically, it is speeded up. And disintermediation will change the income structure of banks. A rising share of fees and dividends, at the expense of interest income, will increase the volatility of banks' income. Since capital markets are more integrated than the banking sector, disintermediation will foster the integration of the entire financial system in Europe.

Changes for the banking sector are in prospect once the new Basle Accord is applied. In general, we welcome the new accord if it helps to improve the allocation of capital. However, two special features of the German economy should be considered:

1. The German economy is largely dominated by small and medium-sized enterprises, known as the „Mittelstand“.
2. Our financial systems rely to a large extent on long-term financing.

This long-termism of financing has contributed successfully to the stability and prosperity of our economy, as well as the financial system. That is why the Bundesbank argues that banking regulation should not discriminate against long term financial relations.

Small and medium-sized enterprises with a revenue of up to € 5 million make up more than 95 percent of all enterprises in Germany. This „Mittelstand“ forms the backbone of the German economy. However, their share of outside capital is significantly higher than with larger firms. A lower rating is therefore to be expected, unless other collateral or risk-lowering factors are taken into account. Here again, we favor a differentiated approach that does not put banks with a large disposure to small and medium-sized enterprises at a disadvantage.

Since we do not want the new Basle Accord to endanger the prosperity or stability of our economy, and our financial system, we have to convince our partners to agree to a more differentiated accord.

VIII

Let us share a few thoughts on the international role of the euro.

Three years into its life, the euro is the second most important currency in the world. It took over that role from the Deutschmark.

The euro has a share of roughly 13 percent in international currency reserves — about as much as the Deutschmark had before. In this field, the dollar is the unchallenged leader, at two-thirds of international reserves. The size, depth and liquidity of the dollar markets, as well as the widespread habit of using the dollar for interventions and for pricing commodities, explain its predominance.

As regards its use as a store of value, we find some evidence of the growing importance of the euro. 30 percent [at end-2000] of all international securities outstanding are denominated in euro. This share is slightly above the aggregate share of the predecessor currencies shortly before EMU was launched. That leaves the euro as the second-most-important currency in the international securities markets. Again, the dollar is the dominant currency, accounting for one-half of all international securities outstanding.

A look at the flow data underlines the growing importance of the euro as a means of international finance and investment. In its first year (1999) the euro was the most important currency for debt-securities issues that were aimed at the international market; in the year 2000, it fell back somewhat, to 40 percent.

The currency composition of international bank assets presents a similar picture. Again, the dollar is the leading currency, with a share of 40 percent, while the euro is in the process of catching up. From slightly less than one-quarter at the end of 1998, its share rose to 27 percent, twelve percentage points of which were intra-EU bank assets.

What can we see from these figures? Although habits in the international use of currencies change only gradually, the euro has already won a respectable market share. Its market share roughly equals the economic weight of the euro area.

Further progress in the development of broad, deep and liquid financial markets is a precondition for the expansion of the euro's international role. Increased international use of the euro, as a currency for international reserve holdings, for investment and financing purposes, might have some bearing on monetary policy, but this potential impact seems manageable. Hence, in the Eurosystem, we have adopted a neutral stance towards the internationalization of the euro. We regard it as a market-driven process, and we neither hinder it nor foster it.

IX

Ladies and Gentlemen,

For Europe, the introduction of the single currency is an event of historic scope. The launch of the European System of Central Banks came with a promise of stability and prosperity.

Stability must be earned, again and again, day by day. The German "Stabilitätskultur" — one may translate this as "stability culture" — is one of our most cherished exports to our European partner countries. European people now share a firm stability orientation.

Prosperity must likewise be earned, again and again, day by day. The Eurosystem can and does contribute by providing an environment of stability, where prices are fairly accurate indicators of relative scarcity. The ensuing efficient allocation of resources is a precondition for prosperity. However, other policy areas can — and must — do more in this respect than monetary policy.

People in the European Monetary Union hold on to the single market and the single currency, because they know it is good for them — individually — and also for their countries. This, ladies and gentlemen, is why I expect a long life for the European version of a currency union, as shaped in the late 20th century.

* * *

Embargo:
23 November 2001, 16:30 CET

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke
President
of the Deutsche Bundesbank

The Euro Goes East

Closing remarks at the European Banking Congress
in Frankfurt
on 23 November 2001

Distinguished Guests,
Ladies and Gentlemen,

It is always a pleasure to speak at such a gathering even as the last speaker. This time, on the eve of the introduction of euro banknotes and coins, the motto of this year's Frankfurt EBC has a special significance. Something which has been vision from the very beginning of European integration is a reality: We have a single currency for a single market. And it seems to be very attractive for many non-participants as well.

At today's conference we have tried to envisage the future development of the new currency with regard to the accession countries. We therefore had to descend from the heights of lofty ideals to the down-to-earth task of analysing the political and economic realities.

Today's first panel discussed the political agenda of the new currency and the implications for the future. The various participants in this panel represented quite different political and economic backgrounds in terms of the prerequisites for possible accession to the euro area. Even though countries such as Sweden, Estonia or Romania seem, at a first glance, not to have so many similarities, all three are bound together by the idea of a united Europe and by shared values.

The second panel concentrated on the situation of finance and banking in the accession countries. A healthy, well capitalised banking system depends on sound and robust financial markets. We have witnessed great advances in some of the accession countries. Some west Europeans are surprised by how far the transformation of certain markets has progressed.

Finally, the third panel represented the point of view of the central banks. The single currency is highly attractive for some of the prospective members-to-be. Nevertheless, one should not play down the risk of a premature "euroisation".

The enlargement to the east is by far the most important political project that the European Union has undertaken for the coming years. We have to seize the

unique opportunity to create a common future following a century of disunity and division in Europe. By overcoming the historical division of the continent, all member states will benefit. The welfare effects of the single market will more than make up for the effort expended in making the necessary structural adjustments in the accession countries.

The introduction of the euro is not only a matter of delivering banknotes and coins; it is also a question of values shared among central banks. The concept of price stability and the establishment of central banks which are independent in terms of monetary policy is now a common objective of most European countries from Portugal to Finland. It is a concept that is also reaching beyond the boundaries of the EU to the accession countries from Estonia to Cyprus.

When speaking about common values and stability in Europe as a whole, we should not forget that the euro is already the official legal tender or de facto currency in parts of eastern Europe by virtue of the role played by the D-Mark. In some of these countries, currency boards exist, which are backed – entirely or in part – by national sub-unit denominations of the euro. These countries have already opted for stability. In other countries, the D-Mark is, for the same reasons, the unofficial currency of choice. It is estimated that, in the nineties, between 30 and 40 per cent of D-Mark notes and coins were circulating outside the Federal Republic of Germany.

The widespread use of the D-Mark is a vote of confidence for the monetary policy of the Bundesbank. The efforts of the accession countries to fulfil the Maastricht criteria are an indication that a "culture of stability" is gaining ground. They also show that the European System of Central Banks and the euro already enjoy a high standing in our neighbouring countries.

At this point I would like to remind you that the monetary union not only has an eastern outlook with regard to the accession countries. It also has a northern perspective within the EU. Our friends in Denmark and Sweden, and in the United Kingdom would certainly be welcome to join. From an economic point of

view, EMU membership would be beneficial. The political question of further integration still has to be resolved, however.

The European Banking Congress, which comes to an end this afternoon, has to be seen as one link in a chain of conferences. In October, the Bundesbank hosted an international conference with leading representatives of the central banks of accession countries. Today, we have discussed the present and future role of the euro. And, in just two weeks' time, the European Central Bank and the Bundesbank will be jointly hosting a conference in Berlin on the accession process and its implications. Topics to be discussed will be the financial sector in those countries, the liberalisation of capital markets, exchange-rate regimes, and the process of convergence.

Therefore, I would like to conclude this year's European Banking Congress by reminding you: We are living in economically rough times and under great uncertainty. We do know however: The euro is already a great success and the euro goes east.

* * *

Deutsche Bundesbank, 23.11.2001

Deutsche Bundesbank, 23.11.2001



Embargo:
November 28, 2001, 2:00 p.m. Tokyo time.

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke
President
of the Deutsche Bundesbank

The euro changes Europe and the world

Speech delivered to the
Japanese Bankers' Association
in Tokyo
on 28 November 2001

I

Ladies and Gentlemen,

First of all, I would like to thank you most sincerely for your kind invitation to speak to such a distinguished audience. It is always a pleasure for me to be here in Tokyo. I especially appreciate the opportunity to discuss with the financial elite of Japan the changes brought about by the introduction of the euro. Thank you very much.

The European monetary union is only 33 days from completion. On January 1st, the notes and coins of the single European currency will be circulated. Europeans will be able to pay bills using their domestic currency in all twelve member states of the Eurosystem. For the man in the street, this is a sea-change. In economic terms, however, the cash changeover is virtually a non-event. Europe has de facto had a common currency and a single monetary policy for nearly three years now.

The EU has been developing a common market for more than half a century. However, the member states of this closely-knit economic network have (almost) all used a currency of their own. In 1999, economic and financial integration made a huge leap forward, as eleven — now that Greece has joined, twelve — countries decided to embark on a common currency.

II

What is this strange Europe like, that wakes up only when the business day in Japan is well advanced?

Let me start with a few figures. The euro area has a population of 300 million people — quite similar to the United States. The twelve countries have twelve national governments. People in the euro area speak eleven native languages.

The euro area is the most open of the three large currency areas — the United States, Japan and Europe. Japan and the United States are our most important non-European trading partners. 17 percent of our six and a half billion euro GDP is generated by exports, and the current account is roughly in balance. Average per capita GDP stands at somewhat more than € 20,000 (roughly Y 2.2 million), a third less than in Japan. Differences between countries are considerable.

The public sector share in the euro-area economy accounts for nearly fifty percent of GDP, and the aggregate budget shows a small deficit. Aggregate gross public sector debt stands at 70 percent of GDP. Individual country figures, however, differ. For instance, gross public sector debt ranges from four percent of GDP (Luxembourg) to 100 percent of GDP (Belgium, Italy).

Heterogeneity is a fact of life in the euro area. But homogeneity far outweighs heterogeneity in one crucial respect: we are united by our intention to form an integrated Europe with a common market as a strong and reliable partner for the world economy.

III

In addition, our monetary union is built on a host of common values and interests. The euro-area countries share a firm stability orientation. It is reflected in the institutional framework of the European Monetary Union.

The European System of Central Banks is a two-tier system. It consists of the national central banks and the European Central Bank, the ECB. Both the ECB and the national central banks are independent from any political interference.

Monetary policy decisions are taken by the ECB Governing Council, which consists of the six-strong ECB Executive Board and the Governors of the participating national central banks. The vote of every single Board member or governor carries the same weight notwithstanding the size of population of his home country. The rule is

"one person, one vote". Unlike the centralized decision-making, the implementation of the single monetary policy is decentralized. National central banks provide the markets with liquidity, in accordance with the decisions of the ECB Governing Council.

The primary objective of the European System of Central Banks is to maintain price stability. The ECB Governing Council defines price stability as an increase in consumer prices (measured in terms of the Harmonized Index of Consumer Prices) of less than two percent a year.

The ECB Governing Council has opted for a two-pillar strategy to analyze prospective price movements over the medium term. In pillar one, the growth of a broad monetary aggregate is analyzed. This pillar takes account of the fact that, over the medium or longer term, inflation is always a monetary phenomenon. In pillar two, a wide range of other economic and financial variables indicating potential future price effects, are closely analyzed. The two-pillar strategy makes for a broad assessment of the potential risks to future price stability.

The second stability-ensuring institutional feature of EMU — besides the ESCB — is the Stability and Growth Pact. It spells out how member states are supposed to ensure sound public finances, as the Treaty obliges them to avoid excessive deficits.

Wage policy is another national responsibility. In the most recent years, wage agreements have been settled roughly in line with productivity advances. Since the start of the monetary union inflation expectations have been low and stable. This reflects confidence in the Eurosystem's policy, and helps in negotiating stability-oriented wage settlements.

To sum up:

We have a single currency, the euro. Monetary policy decision-making is centralized, the primary objective of monetary policy being clearly specified: price stability. Stability-oriented monetary policy is underpinned by stability-oriented fiscal policy.

However, even in a watertight institutional and political environment, stability cannot be taken for granted. Stability must be earned, again and again, day by day. The German "Stabilitätskultur" — one may translate this as "stability culture" — is one of our most cherished exports to our European partner countries. European people now share a firm stability orientation.

IV

How did the single monetary policy perform?

At its start, the Eurosystem saw a period of hitherto unprecedented price stability. In 1998 and 1999, consumer prices rose by only 1.1 percent; in the year 2000, the inflation rate, at 2.3 percent, ran a little above the two-percent ceiling, after the sharp increase in oil prices.

This year, after peaking in May, at 3.4 percent, the inflation rate has been decreasing. In October, prices were 2.4 percent higher than a year before. In the current environment of a weak world economy, the ECB Governing Council is expecting a further moderation of price movements. At its meeting on November 8, the Governing Council therefore decided to cut rates by half a percentage point. It has lowered its key interest rates during this year by 150 basis points, to 3.25 percent.

A generally stable currency, and markets that trust the stability-orientation of central banks, make for lower price increases at times of crisis.

In its brief history, the Eurosystem has already dealt successfully with three external shocks and crises. We have witnessed the Asian crisis in 1997-99, an oil-price shock in 1999-2000 and, most recently, the terrorist attacks. Europe did not escape unscathed from all these events. However, the low level of turbulence within the euro area contrasts with sharper reactions to similar events in the period before EMU

existed. This means that we have withstood what has been regarded as the worst-case scenario for the new currency. The European currency area exhibits greater macroeconomic stability, to the benefit of all its citizens, and also to the benefit of the world economy at large.

V

The three large currency areas in the world — the United States, Japan and the euro area — together account for almost one-half of world output.

Currently, growth rates are dwindling simultaneously in all three major currency areas. That has very much to do with the higher degree of global integration, still underestimated by many policy makers. Global trade growth will probably slow down to only 1.3 percent this year, after 12 percent last year. The new round of trade talks recently launched in Doha is an encouraging signal in this respect.

Among the major regions of the world, only China, the oil-exporting countries of the Middle East and Russia (including some neighboring countries) will show growth rates of a seriously positive magnitude. There is something like a global business cycle. However, there is no perfect synchronicity among different areas. Causes, consequences and repercussions differ in the three currency areas. This does call for area specific policy responses.

The US business cycle is close to a recession. Remember, less than a year ago, forecasters were wondering whether the USA would see a hard or a soft landing. The downward trend of the high-tech industry, and the corresponding overinvestment in IT, were prominent among the causes of the downward movement of growth rates. The savings rate rose abruptly and the labor market performed ever-worse. After September 11, the additional negative psychological impact had to be overcome.

Risk sensitivity initially increased steeply after the terrorist attacks. We have seen a widening of corporate, especially high-yield, spreads over government bonds. The

increased risk sensitivity is a major reason why monetary easing has still not made its way through the entire (corporate) yield curve. More recently, the spreads have receded somewhat. They are, however, still above their pre-attack level.

The United States responded quickly to the worsening economic outlook. The Fed lowered interest rates, the federal government substantially reduced taxes. Firms and markets are adjusting quickly. I have no doubt that the US economy will show rising growth rates again within a few months.

Japan — no need to tell you — could not withstand the global downward trend, as the overall economic situation has not been favorable for years. The economy is still recovering from the effects of the prolonged banking crisis that followed the bubble economy of the late eighties.

Finally, the euro-area business cycle followed the global trend more closely than has been manifest in recent years. This can be seen as the outcome of closer links, owing to increased foreign direct and portfolio investment.

Exports and business investment led the slowdown in Europe. Growth rates diminished, employment gains came to a halt, and the prospects for next year have worsened over the past few months. Both business and consumer sentiment are tending to be weak. However, they are still higher than, for instance, during the recession of 1993. So is capacity utilization. Adjustments are taking place and will reinvigorate growth during the next year. As usual, expectations are adjusting faster than production. For Europe, psychological factors are no less important than for any other currency area.

Overall, the political situation in the world today is having a more pronounced impact on the world economy than in less troubled times. The degree of uncertainty is the factor to watch in global short-term economic developments.

European Monetary Union has repeatedly spared us turmoil in the euro area. On the other hand, it has led to tremendous changes within Europe. One of them — and one of vital interest to me — is the changing role of the Bundesbank in Europe.

VI

Among the participating national central banks, the Bundesbank is the one that has seen the greatest changes induced by the changeover to a truly European currency. Before EMU, the Bundesbank had effectively — although not formally — been the central bank deciding the monetary policy for much of Europe. The Deutschmark was the key currency in Europe, and the second most important currency in the world. To this day, the Deutschmark is a byword for stability.

Now the Deutschmark is history, and the German central bank is an integral part of the supranational European System of Central Banks. The Bundesbank has been very active in the process of designing the ESCB. Important features of the system have been modeled on the Bundesbank.

As the German central bank, we have relinquished our outstanding position in Europe. The leading role has been handed over — to the trustworthy hands of the ESCB. Decision-making in European monetary policy is centralized. That constitutes a major change in Europe. As long as the Bundesbank was the leading central bank in Europe, European monetary policy was designed to fit Germany, now it is designed to fit the euro area as a whole.

The Bundesbank contributes its vast experience in the field of economic and financial analysis. Extensive research and analysis have always been a foundation of German monetary policy. The Bundesbank is part of the intellectual infrastructure of Germany and of Europe — and we intend to remain such a "think tank".

In addition, the implementation of monetary policy is entirely in the hands of the national central banks, which deal with the monetary and financial institutions in their home country. Other decentralized functions are:

- The operation of the payment systems, which are interconnected in the TARGET system.
- The distribution of cash.
- The holding and management of currency reserves.

And, it is the national central banks that explain the Eurosystem's monetary policy to the general public in their respective home country.

The role for the Bundesbank has changed tremendously. We have surrendered sovereignty, to become part of a larger system. This was not an easy process, but it was worth the effort.

VII

For the greater macroeconomic stability envisaged by the architects of monetary union to become reality, it is essential for the member states to be convergent economies. A currency union, both stable and beneficial, needs convergence in all three respects: nominal, real and structural convergence.

As regards nominal convergence, inflation rates are the key criterion. The gap in inflation rates— as measured by the standard deviation of EMU country-inflation rates — has been basically unchanged since the launch of EMU.

As regards real convergence, I use the term here in the sense of the synchronicity of business cycles. The Governing Council of the European Central Bank sets a monetary policy appropriate to the euro area as a whole. A country whose business cycle gets grossly out of step might suffer if it is subject to a monetary policy that is inappropriate to its national economy.

However, marching in absolute lockstep is not necessary, as we know from past experience in the United States, where certain regions grow faster than others. The growth rates of states and regions within a currency union may differ to some degree. It is the size of the gap between actual and potential growth rates which matters. If potential output-growth rates differ, actual growth rates may differ as well. That does not necessarily indicate any lack of real convergence.

In the longer run, stability must be built upon economic integration, which brings about structural convergence. An extensive body of theory has evolved on the characteristics of optimum currency areas. The most important feature is that prices and wages must be able to adjust flexibly. The mobility of goods, labor and capital will ensure market integration.

The European single currency has fostered stronger economic integration by means of foreign direct investment. In 1999, world FDI flows, at € 888 billion, were more than three times as high as in 1995. Intra-EU FDI flows grew significantly faster over that period. In 1999, they were five times as big as in 1995. In addition, intra-EU direct investment has risen significantly since the start of EMU. In the year 2000, it actually rose by 50 percent. Today, intra-EU FDI accounts for one-quarter of global FDI.

The FDI statistics show clearly, first, that economic integration in the EU is intense, and, second, that economic integration increased fast after the launch of the single currency. These observations are borne out by the trade statistics. About one-half of the external trade of the euro-area member states is intra-euro-area trade.

VIII

It is in the financial markets that the benefits of a common European currency are to be felt most clearly. The implications of the euro are obvious: rising liquidity, deepening and widening of the money, bond and stock markets, reduction of

transaction costs and abolition of currency risks. The euro speeds up financial market integration.

Correspondingly, the functioning of the European Monetary Union depends heavily on a high degree of financial market integration. Its smooth functioning enables monetary transmission to work. Progress in this field is tremendous, but more is yet to come.

Those parts of the European financial markets that are crucial to the transmission of the Eurosystem's monetary policy are already integrated to our satisfaction. The wholesale market for interbank liquidity in the euro area is now actually a single European money market.

In addition, European banks are interconnected in a common payment-system infrastructure. And improvements to the euro-area-wide payment system are being undertaken. A few days ago, the Bundesbank launched its new payment system RTGS^{plus} (Real Time Gross Settlement), which improves security, reduces liquidity needs and expedites settlements of gross payments. Through this system, about 8,500 banks and credit institutions, including their branches all over the world, are accessible.

The most impressive progress, in terms of integration, has been witnessed in the euro-area bond markets. Yield differences among the government bonds of the different participants have narrowed from more than five percentage points before EMU to some 30 basis points nowadays. The remaining spread is mainly due to the varying liquidity of the papers issued. Currency risks or divergent monetary policies no longer disturb the euro-area-wide diversification.

In terms of outstanding amounts, the euro-denominated bond market is still significantly smaller than that denominated in US dollars. But in terms of new issuance, both markets are on a par. One reason for that is the sharp rise in the new issuance of corporate bonds. Here again, diversification within the euro area has

increased. The issuers' nationality, as a determinant of the yield and performance of bonds, has been superseded by other factors, especially by a sectoral view.

Accordingly, investors in the equity markets have shifted their perspective from country benchmarks to pan-European sector benchmarks. European equity markets are still small compared with those in the USA. The market capitalisation of domestic shares, as a ratio of GDP, reaches about 90 percent. The matching figures for the USA and Japan are 152 percent and 68 percent, respectively.

Equity markets in the Euro area are growing fast. The ratio of new issuance to market capitalisation averages over 4 percent. This is twice as much as has been achieved in the USA or Japan.

Further integration of equity markets in Europe is being hampered by the segmentation of both stock exchanges and clearing and settlement systems. A consolidation process has started, and should be fostered by legal harmonization in the field of financial services.

The degree of integration in the banking sector is mixed. On the one hand, wholesale markets and investment banking are largely integrated. On the other hand, commercial credits and retail banking still operate in national, segmented markets. However, a few European banks created by cross-border mergers are slowly starting to offer retail services at a standardised level for customers in more than one country.

The financial system in the euro area is still highly bank-dominated. At the end of last year, credit financing totaled about 108 percent of GDP. This is about as much as in Japan, and twice as much as in the USA. The picture is similar with deposits. In the euro area, they account for 80 percent of GDP, and for 110 percent in Japan, while the US figure is only about 40 percent.

However, capital markets are increasing in importance in the euro area.

Disintermediation is gaining ground. Financial markets have boomed in recent years

and investment banks (as well as non-bank financial firms like institutional investors, pension and investment funds) have enlarged their market share. Disintermediation will be enhanced by the need for pension systems to rely more on funded retirement schemes.

Since capital markets are more integrated than the banking sector, disintermediation will foster the integration of the entire financial system in Europe.

Changes for the banking sector are in prospect once the new Basle Accord is applied. In general, we welcome the new accord if it helps to improve the allocation of capital. However, two special features of the German economy should be considered:

1. The German economy is largely dominated by small and medium-sized enterprises, known as the „Mittelstand“.
2. Our financial systems rely to a large extent on long-term financing.

This long-termism of financing has contributed successfully to the stability and prosperity of our economy, as well as the financial system. That is why the Bundesbank argues that banking regulation should not discriminate against long-term financial relations.

Small and medium-sized enterprises with a revenue of up to € 5 million make up more than 95 percent of all enterprises in Germany. This „Mittelstand“ forms the backbone of the German economy. However, their share of outside capital is significantly higher than with larger firms. A lower rating is therefore to be expected, unless other collateral or risk-lowering factors are taken into account. Here again, we favour a differentiated approach that does not put banks with a large exposure to medium and small sized enterprises at a disadvantage.

Banking regulation and supervision in Europe have become ever-more integrated, in keeping with the development of the single market. The introduction of the common currency in 1999 was therefore an additional factor contributing to the further harmonization of the regulatory and supervisory framework, accelerating the integration of financial systems.

Currently, we have a system of home-country supervision and extensive cooperation among European regulators and supervisors. This tried and tested framework is serving us well. Especially in the banking sector, integration is not yet so advanced as to justify pan-European supervision. Furthermore, tax systems, accounting standards and also banking systems vary to a degree that does not warrant unified banking supervision. As financial integration advances further, however, this situation may change in the future.

If, in future, once we have a truly European financial system, we will take steps towards a single supervisory structure. Those steps could probably start with the large, internationally operating, European banks.

In Germany, the government has recently drafted a bill on a new framework for financial supervision. The future "Federal Authority for Financial Services Supervision" will combine, under one roof, the supervision of banks, insurance companies and other financial institutions.

The Bundesbank's role in the supervision of banks will be enhanced under the new law. This is a good thing, because there are good practical reasons for the participation of central banks:

- Central banks, by providing cash and liquidity, by running payment systems, and by operating in the open market, have a good insight in banking behavior and solvency. Therefore, economies of scope arise by providing both, central banking and banking supervision.

- Central banks have a responsibility for financial system stability, which is a prerequisite for the conduct of monetary policy.
- Central banks operate payment systems that are a potential source of systemic risks.
- And, at times of crisis, central banks have a role as mediators, as well as a potential "lender-of-last-resort" function. If liquidity assistance has to be provided for illiquid, but solvent, banks, national central banks would benefit from having "first-hand information", as supervisors, for the sake of maintaining or restoring financial stability.

Hence, once a European framework is envisaged for financial regulation and supervision, it must necessarily provide for the meaningful involvement of the ESCB. There is, however, no single solution to fit all countries and all environments. In Japan, as I have learnt, you have adopted a different approach.

X

Let us share a few thoughts on the international role of the euro.

Three years into its life, the euro is the second most important currency in the world. It took over that role from the Deutschmark.

The euro has a share of roughly 13 percent in international currency reserves — about as much as the Deutschmark had before. In this field, the dollar is the unchallenged leader, at two-thirds of international reserves. The size, depth and liquidity of the dollar markets, as well as the widespread habit of using the dollar for interventions and for pricing commodities, explain its predominance.

As regards its use as a store of value, we find some evidence of the growing importance of the euro. 30 percent of all international securities outstanding are denominated in euro. This share is slightly above the aggregate share of the predecessor currencies shortly before EMU was launched. That leaves the euro as

the second-most-important currency in the international securities markets. Again, the dollar is the dominant currency, accounting for one-half of all international securities outstanding.

The currency composition of international bank assets presents a similar picture. Again, the dollar is the leading currency, with a share of 40 percent, while the euro is in the process of catching up. From slightly less than one-quarter at the end of 1998, its share rose to 27 percent.

What can we see from these figures? Although habits in the international use of currencies change only gradually, the euro has already won a respectable market share. Its market share roughly equals the economic weight of the euro area.

Further progress in the development of broad, deep and liquid financial markets is a precondition for the expansion of the euro's international role. Increased international use of the euro, as a currency for international reserve holdings, for investment and financing purposes, might have some bearing on monetary policy, but this potential impact seems manageable. Hence, in the Eurosystem, we have adopted a neutral stance towards the internationalisation of the euro. We regard it as a market-driven process, and we neither hinder it nor foster it.

XI

The euro currently plays a role in the exchange-rate regimes of 55 countries. Among these euro-minded countries are eight of the twelve countries willing to become member states of the European Union.

The motivation for aiming at joining the European Union is the prospect of stability and prosperity in a unified Europe. Soon after the Iron Curtain was lifted in 1989, the former communist states, with their centrally-planned economies, had negotiated "Europe Agreements" with the European Union. Those partnerships were meant to foster the transition process towards, first, democracies, and, second, fully-fledged

market economies. Since then, a lot has been attained in terms of macroeconomic stability and prosperity.

Two weeks ago, the European Commission issued its annual progress report on the accession process. That report confirms the prospect of ten countries joining the EU as early as 2004:

- the three Baltic nations: Estonia, Latvia and Lithuania;
- five central and eastern European countries: Poland, Hungary, the Czech Republic, the Slovak Republic and Slovenia;
- and the two Mediterranean islands of Cyprus and Malta.

The process of accession is organized in three stages. We are currently in the pre-accession stage. The next step will be that of accession to the EU, and the final stage might be full participation in European Monetary Union.

Accession to the European Union is conditional on the fulfillment of the so-called "Copenhagen criteria". These comprise,

First, "the stability of institutions guaranteeing democracy, the rule of law, human rights, and respect for, and the protection of, minorities". This political criterion is already met by all negotiating countries.

Second, "the existence of a functioning market economy as well as the capacity to cope with competitive pressures and market forces within the EU". All of the countries envisaging accession in 2004 are functioning market economies. The EU Commission, in its recent report, also expects them to be able to cope with competitive pressures and market forces within the EU in the near term.

And, third, "the ability to accept the obligations of membership, including adherence to the aims of political unification, as well as Economic and

Monetary Union". The EU Commission recognizes substantial progress, in candidate countries, towards the adoption, implementation and enforcement of the "acquis communautaire" – the Community's legislation.

The Copenhagen criteria define the common ground for the future EU.

Accession to European Monetary Union is conditional on "a high degree of sustainable convergence" (Art. 121 of the Treaty), as specified in the Maastricht criteria. They stipulate nominal convergence in terms of inflation rates, sound public finances, long-term interest rates and exchange-rate stability. Candidate countries can join EMU two years after their EU accession, at the earliest, as they have to spend at least two years in the European Exchange-Rate Mechanism ERM II.

There are still considerable discrepancies between the candidate countries and the present EU member states in their macroeconomic and structural data. Accession of the twelve candidate countries will increase the EU population by roughly one-third. Nominal GDP, however, will rise by only five percent.

The discrepancies today are more pronounced than they were in the previous three rounds of enlargement. The wealth gap between the current member states and the accession candidates is large. Per capita GDP (measured in terms of purchasing-power parity) is only 44 percent of the EU average. Furthermore, there is a striking degree of heterogeneity among the candidate countries themselves. Per capita GDP measured against the EU average ranges from 24 percent (Bulgaria) to 83 percent (Cyprus).

For convergence to be sustainable, it must be based on advanced economic and financial integration. The integration of the candidate countries with the EU runs deep. The EU is by far the most important trading partner of the accession candidates. Around two-thirds of their exports are destined for the 15 EU member states. In addition, two-thirds of capital inflows in the accession candidates during the

nineties originated from the European Union. Real and structural convergence increase with ongoing economic and financial integration.

Ladies and gentlemen, EU enlargement is in fact a challenge. A lot of political work is yet to be done. Not only by the candidate countries, but also by the current EU, which has to reshape its institutions to be able to cope with the enlarged membership — probably 25 states in only two years time.

XII

Ladies and Gentlemen,

A stable and strong euro will serve as a catalyst of the ongoing process of European integration — among the present member states and the accession candidates alike. Euro banknotes and coins — to be put into circulation in less than five weeks — will soon become the most obvious symbol of a unified Europe. Political integration should receive a boost then, too.

“The euro changes Europe and the world”. Yes, so it does. And it is a change for the better. A Europe united by a common currency implies that the world's second-largest economic entity is a stronghold of stability. I am sure that a stable currency will strengthen the foundations of an orderly world economy and of productive global competition. And, I am sure, that Japan as a major player in the world economy will benefit as well.



Embargo:
29 November 2001, 12:30 p.m., local time

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke
President
of the Deutsche Bundesbank

**Germany as a Financial Centre – European Perspectives for Japanese
Markets**

Lecture at the Finanzplatz-Dinner
in Tokyo
on 29 November 2001

I

Ladies and Gentlemen,

First of all, I would like to thank you most sincerely for this opportunity to speak to such a distinguished audience. It is always a pleasure for me to be here in Tokyo. I especially appreciate the opportunity to discuss with the financial elite of Japan the chances and prospects for Germany as a financial centre.

Looking at the financial centre Germany (which we call "*Finanzplatz Deutschland*"), we have to take a European perspective. Germany and eleven other European states have formed the European Monetary Union with the European Central Bank located in Frankfurt. This union is only one month from completion. On January 1st, the notes and coins of the single European currency will be circulated. Europeans will be able to pay bills using their single domestic currency in all twelve member states of the Eurosystem. For the man in the street, this is a sea-change. In economic terms, however, the cash changeover is virtually a minor-event. Europe has de facto had a common currency and a single monetary policy for nearly three years now.

The EU has been developing a common market for more than half a century. However, the member states of this closely-knit economic network have (almost) all used a currency of their own. In 1999, economic and financial integration made a huge leap forward, as eleven — now that Greece has joined, twelve — countries decided to embark on a common currency.

II

Clearly, the enlarged currency area and the integration process are of utmost importance for growth and stability of the German economy and for the expansion of the financial market in Germany.

Therefore, let me start with a few figures about the euro area. Its size of population, with roughly 300 million people, is quite similar to the United States. The twelve countries

have twelve national governments. People in the euro area speak eleven native languages.

The euro area is the most open of the three large currency areas — the United States, Japan and Europe. Japan and the United States are our most important non-European trading partners. 17 per cent of our GDP of six-and-a-half billion euro is generated by exports, and the current account is roughly in balance. The euro area generates almost one-fifth of world exports.

Average per capita GDP stands at somewhat more than € 20,000 (roughly Y 2.2 million), a third less than in Japan. Differences between individual countries are considerable.

The public sector share in the euro-area economy accounts for nearly fifty per cent of GDP, and the aggregate budget shows a small deficit. Aggregate gross public sector debt stands at 70 per cent of GDP. Individual country figures, however, differ. For instance, gross public sector debt ranges from four per cent of GDP (Luxembourg) to 100 per cent of GDP (Belgium, Italy).

Heterogeneity is a fact of life in the euro area. But homogeneity far outweighs heterogeneity in one crucial respect: we are united by our intention to form an integrated Europe with a common market as a strong and reliable partner for the world economy.

Germany has 82 million inhabitants or about 28 per cent of the euro area's combined population. Germany's share in domestic product is about a third of the euro area. In terms of foreign direct investment and trade, the German economy is even more intertwined with the world economy than the euro area. About a third of our national income is generated by exports.

This share may even rise after the integration of the central and eastern European states. Within the foreseeable future, some of our neighbouring countries will join the European Union and maybe also the Monetary Union. Germany, at the moment still a

border territory of the euro area, will become the geographical centre of the union. Since these countries are in the midst of a catching-up process, we will clearly benefit from their dynamic economies.

III

I am well aware that the most important effect that the currency union will have on markets is by its performance – mainly through the degree of price stability achieved.

At its start, the Eurosystem saw a period of hitherto unprecedented price stability. In 1998 and 1999, consumer prices rose by only 1.1 per cent; in the year 2000, the inflation rate, at 2.3 per cent, ran a little above the two-per cent ceiling in the wake of the sharp increase in oil prices.

This year, after peaking in May at 3.4 per cent, the inflation rate has been decreasing. In October, prices were 2.4 per cent higher than a year before. In the current environment of a weak world economy, the ECB Governing Council is expecting a further moderation of price increases. At its meeting on November 8, the Governing Council therefore decided to cut rates by half a percentage point. It has lowered its key interest rates during this year by 150 basis points, to 3.25 per cent.

A generally stable currency, and markets that trust the stability-orientation of the central bank, make for lower price increases at times of crisis.

In its brief history, the Eurosystem has already dealt successfully with three external shocks and crises. We have witnessed the Asian crisis in 1997-99, an oil-price shock in 1999-2000 and, most recently, the terrorist attacks in the USA. Europe did not escape unscathed from all these events. However, the low level of turbulence within the euro area contrasts with sharper reactions to similar events in the period before EMU existed. This means that we have withstood what has been regarded as the worst-case scenario for the new currency. The European currency area exhibits greater macroeconomic stability, to the benefit of all its citizens, and also to the benefit of the world economy at large.

IV

Three years into its life, the euro is the second most important currency in the world. It took over that role from the Deutschmark.

The euro has a share of roughly 13 per cent in international currency reserves — about as much as the Deutschmark had before. In this field, the dollar is the unchallenged leader, with two-thirds of international reserves. The size, depth and liquidity of the dollar markets, as well as the widespread habit of using the dollar for interventions and for pricing commodities, explain its predominance. The need to diversify and the growing importance of European financial markets make a rising share of euro reserves in central banks' portfolios possible.

As regards its use as a store of value, we find some evidence of the growing importance of the euro. 30 per cent of all international securities outstanding are denominated in euro. This share is slightly above the aggregate share of the predecessor currencies shortly before EMU was launched. That leaves the euro as the second-most-important currency in the international securities markets. Again, the dollar is the dominant currency, accounting for one-half of all international securities outstanding.

The currency composition of international bank assets presents a similar picture. Again, the dollar is the leading currency, with a share of 40 per cent, while the euro is in the process of catching up. From slightly less than one-quarter at the end of 1998, its share rose to 27 per cent.

What can we see from these figures? Although habits in the international use of currencies change only gradually, the euro has already won a respectable market share. Its market share roughly equals the economic weight of the euro area.

Further progress in the development of broad, deep and liquid financial markets is a precondition for the expansion of the euro's international role. Increased international use of the euro, as a currency for international reserve holdings, for investment and

financing purposes, might have some bearing on monetary policy, but this potential impact seems manageable. Hence, in the Eurosystem, we have adopted a neutral stance towards the internationalisation of the euro. We regard it as a market-driven process, and we neither hinder it nor foster it.

V

The functioning of the European Monetary Union depends heavily on a high degree of financial market integration. Its smooth functioning enables monetary transmission to work. Progress in this field is tremendous, but more is yet to come.

Correspondingly, it is in the financial markets that the benefits of a common European currency are to be felt most clearly. The implications of the euro are obvious: rising liquidity, deepening and widening of the money, bond and stock markets, reduction of transaction costs and abolition of currency risks. The euro is speeding up financial market integration.

Those parts of the European financial markets that are crucial to the transmission of the Eurosystem's monetary policy are already integrated to our satisfaction. The wholesale market for interbank liquidity in the euro area is now actually a single European money market.

In addition, European banks are interconnected in a common payment-system infrastructure. And improvements to the euro-area-wide payment system are being undertaken. A few days ago, the Bundesbank launched its new payment system RTGS^{plus} (Real Time Gross Settlement), which improves security, reduces liquidity needs and expedites settlements of large-value gross payments. Through this system, about 8,500 banks and credit institutions, including their branches all over the world, are accessible.

VI

The most impressive progress, in terms of integration, has been witnessed in the euro-area bond markets. Yield differences among the government bonds of the different participants have narrowed from more than five percentage points before EMU to some 30 basis points now. The remaining spread is mainly due to the varying liquidity of the paper issued. Currency risks or divergent monetary policies no longer disturb the euro-area-wide diversification.

In terms of outstanding amounts, the euro-denominated bond market is still significantly smaller than that denominated in US dollars. But in terms of new issuance, both markets are on a par. One reason for that is the sharp rise in the new issuance of corporate bonds. Here again, diversification within the euro area has increased. The issuers' nationality, as a determinant of the yield and performance of bonds, has been superseded by other factors, especially by a sectoral view. Country diversification is being substituted by industry diversification.

The volume of German government bonds is second in Europe only to the Italian bonds. Nevertheless, the ten-year German government bond, known as the "*Bund*", enjoys benchmark status in EMU with the lowest yield and a remarkably liquid market.

The "*Bund*" is the main underlying product for the contracts of Eurex, the derivatives exchange in Frankfurt. Since three-quarters of all bond futures traded in Europe are euro-Bund futures, Eurex has become by far the leading derivatives exchange in the world. With almost 500 million contracts, Eurex has clearly outperformed all other derivatives exchanges. Eurex is a good example of the international attractiveness of the German capital markets. More than 60 per cent of the participants in Eurex are non-Germans.

Looking at corporate bonds, we can recognise the emergence of a "high-yield" bond segment in Europe and especially in Germany. Corporates are becoming increasing popular among both issuers and investors. In this way, firms become independent of bank financing and investors esteem the higher yield and the opportunity to diversify.

Much new issuance is generating a high growth rate in this segment. The volume of non-public bonds in Germany is only about a sixth of the corresponding figure in the USA, but it is more than twice as much as in any other European country.

A speciality of the German capital markets are the mortgage-backed bonds and municipal bonds known as "*Pfandbriefe*". Both are a kind of asset-backed-security. The German "*Pfandbrief*" became so popular that other European countries copied the idea. Investors can gain some additional yield over public bonds, but without much risk. About 38 per cent of the issuers are triple-A-rated. "*Pfandbriefe*" are now issued in larger volumes and are placed internationally.

There are three developments which increase the German bond markets' attractiveness for both issuers and investors:

- a higher turnover and therefore increased liquidity,
- many new issuances and therefore more opportunities to diversify, and
- a wider range of products, and therefore more chances to satisfy the needs of investors.

VII

As in the bond markets, investors in the equity markets have shifted their perspective from country benchmarks to pan-European sector benchmarks. European equity markets are still small compared with those in the USA. The market capitalisation of domestic shares, as a ratio of GDP, reaches about 90 per cent. The matching figures for the USA and Japan are 152 per cent and 68 per cent, respectively.

However, equity markets in the euro area are growing fast. The ratio of new issuance to market capitalisation averages over 4 per cent. This is twice as much as has been achieved in the USA or Japan.

Germany has outperformed within the euro area in terms of the number of listed companies, of new stock issues, and of market capitalisation. The most impressive

feature, however, is the ongoing growth of the capital markets and the potential to continue growing.

Market capitalisation as a ratio to GDP in Germany is about 60 per cent. This reflects our bank-dominated financial system. However, market capitalisation of domestic stocks grew over the last decade by 17 per cent per year.

The turnover growth of the German equity markets is also reflected in a rising importance of investment funds and their assets. In Germany some 6,800 funds manage assets of more than 800 billion euro. Over the last decade the number of funds almost tripled, while their assets rose by 18 per cent per year.

The German capital market has been able to provide the bulk of start-up financing in Europe. More than 200 venture capital companies operate in our country. They serve as a catalyst for new companies and – in the event of success – as a pacemaker for initial public offerings (IPOs), especially on the “*Neuer Markt*”, which is the high-tech and innovative segment of the German stock exchange.

Germany benefits from a high degree of international attractiveness of its capital markets. About 235 foreign companies have their stocks listed in Germany, a number which is topped only by the USA and the UK. Germany is, of course, among the leading centres for central and east European business.

In comparison to equity markets of other leading industrial countries, the German equity market has a remarkable potential for growth. Of the 3 million companies in Germany, only one-fifth are organised as corporations. Some one per cent of these are stock corporations. A little more than a tenth of these are listed on the exchange.

Clearly, the stock corporations are more important in economic terms than their number suggests. But it is equally clear that even a small additional number of IPOs would cause a real surge in issuance on our capital markets. There are many initial public offerings in the pipeline. Quite a lot of medium-sized firms are thinking about using the

financial opportunities offered by our liquid and well regulated equity markets. Two years ago, we witnessed the first municipal company to go public (Mannheim utilities) and there are hundreds of possible followers.

As a result, a shareholder culture is emerging very fast. Compared to the USA and the United Kingdom, the percentage of shareholders in the total population is low in Germany – just like in Japan. The percentage in the USA and UK is about a quarter of the population, while our countries show little less than ten per cent. However, to judge this number for Germany you need to look at the historical development. The number of people holding shares and mutual fund units has doubled since 1997 and is still increasing, even this year. This clearly proves that we have an emerging equity culture.

What is equally important is the changing structure of shareholdings in Germany. Investment funds, private households and foreign investors have a rising share, while the former dominance of companies as shareholders has vanished. The old picture of "Germany Incorporated" is disappearing and a market-based culture is emerging. This process will accelerate even more because capital gains from the sale of corporate shareholdings will be tax-free as of 2002.

The overall picture of the German equity market is that of a high quality market, less important than those in the anglo-saxon world but with a high growth potential. The realized growth rate in the recent years is indeed impressive. For investors this provides a good opportunity to join the markets. A potentially high growth rate means better chances for gaining market share than a saturated market.

One important medium and long-term effect is coming from the changes in the statutory pension schemes. Japan, Italy, and Germany are the countries with the most rapidly ageing population. In 2040 – according to demographic estimates – every working person in Germany will have to support one pensioner. And up to now our pension systems have mainly been financed on a pay-as-you-go basis. Probably less than 20 per cent of pensions are paid out of funded pension schemes. This share will rise because of the recent reform of the pension system and because of the rising number

of pension funds. That also justifies the expectation of an ongoing growth rate for turnover and stocks on the German capital markets.

One major asset for our capital markets are the highly efficient exchange structures, including the high-technology systems. But that applies only to the national markets. Looking at Europe or the euro area as a whole, we must admit that there is a segmentation of both stock exchanges and clearing and settlement systems. Even in Germany, besides the dominant Frankfurt Stock Exchange, there are seven regional stock exchanges which focus on special services and the specialisation or particular strength of their regional economy.

This segmentation is hampering financial market integration to a considerable extent. A consolidation process has started and should be boosted further by legal harmonisation in the field of financial services. This weakness will be overcome step by step: The European Commission's Financial Services Action Plan provides 42 proposals to frame legislation aimed at establishing a uniform European capital market by 2004.

VIII

Let me share some insights with you into the European and German banking sector. The degree of European integration in the banking sector is mixed. On the one hand, wholesale markets and investment banking are largely integrated. On the other hand, commercial credits and retail banking still operate in national, segmented markets. However, a few European banks created by cross-border mergers are slowly starting to offer retail services at a standardised level for customers in more than one country.

The financial system in the euro area is still highly bank-dominated. At the end of last year, credit financing totalled about 108 per cent of GDP. This is about as much as in Japan, and twice as much as in the USA. The picture is similar with deposits. In the euro area, they account for 80 per cent of GDP, and for 110 per cent in Japan, while the US figure is only about 40 per cent.

However, capital markets are increasing in importance in the euro area.

Disintermediation is gaining ground. Financial markets have boomed in recent years and investment banks (as well as non-bank financial firms like institutional investors, pension and investment funds) have enlarged their market share. Disintermediation will be enhanced by the need for pension systems to rely more on funded retirement schemes.

Another trend is the centralisation and consolidation within the banking sector. The financial centres, and among them especially Frankfurt, will benefit from that trend.

IX

One could argue that financial services will be provided at the location of demand and that a centralisation does not necessarily improve efficiency. However, economies of scale, economies of scope, and the motivating and innovation-stimulating effect of personal (face-to-face) contact add up to large benefits for financial centres.

Globalisation in world financial markets therefore means concentration. There is only room for a few large financial centres in the world, probably one or two for each time zone and some niches for minor players and actors.

There are a couple of hard facts which prove the qualifications of Germany (Frankfurt) as the leading financial centre in the euro area:

- a stable currency,
- a full range and multiplicity of financial institutions, instruments and products,
- a high volume of funds available for investment,
- an innovative financial culture,
- an efficient legal framework,
- a sound and competitive banking system, and
- a strong national economy in the background.

The German financial centre is not restricted to Frankfurt. Important locations for financial services are for example Düsseldorf, Stuttgart, Berlin and Munich.

Munich is the third largest location of insurance companies worldwide and leads the world in terms of insurance premia. There are 280 insurance companies located in that city, of which 80 maintain their head office in Munich. Among them is the largest reinsurer in the world.

In addition, the internationality of Frankfurt and Munich is an important aspect. Frankfurt hosts the head offices of as many as 136 foreign banks, among them 13 Japanese banks. Frankfurt has a lively (English speaking) international financial community.

This has grown considerably since the ECB was located in downtown Frankfurt and all of those ECB watchers joined the former Buba watchers in our city. Frankfurt is the "City of the Euro". A couple of international trade fairs, international schools and universities and, last but not least, the large airport and traffic hub "Rhine-Main" provides the necessary international flair.

What we are working on now is the improvement of our intellectual infrastructure. This comprises the need for internationally comparable education degrees, the concentration on finance and banking as well as professional schools for further education. Much has been achieved in this field, but we have to improve to serve the recruitment needs of a financial centre.

X

Ladies and gentlemen,

The new currency is a symbol of European integration. That has attracted a lot of interest in currency unions and in Europe all over the world. We are both pleased and proud to see this heightened attention for this unique historic event and the ongoing integration process in Europe.

Today I wanted to draw your attention to the integration and development of financial markets in Europe, with a focus on Germany. I hope that I managed to give you a reliable and true picture of the financial markets in Germany.

But that is only part of the story. Listening, talking and hearing about it is not nearly as interesting and informative as going there and gaining insights yourself. You will always be welcome.

Ladies and gentlemen, thank you for your attention.

Sendesperrfrist:
30. November 2001, 19.30 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Prof. Dr. Hermann Remsperger

Mitglied des Direktoriums
der Deutschen Bundesbank

Erweiterung der Europäischen Union

und der Währungsunion:

Maastricht meets Kopenhagen

Rede anlässlich der Jahreshauptversammlung der
Frankfurter Wirtschaftswissenschaftlichen Gesellschaft
in Frankfurt am Main
am Freitag, 30. November 2001

I. Einleitung

Die Aufnahme von 10 mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften sowie Malta und Zypern stellt die Europäische Union vor eine der größten Herausforderungen ihrer Geschichte.¹ Der Europäische Rat in Göteborg im Juni 2001 hat unmissverständlich signalisiert, dass der Europäische Erweiterungsprozess unumkehrbar ist. Eine Beteiligung der ersten Beitrittskandidaten an den Wahlen zum Europaparlament wurde bereits für das Jahr 2004 in Aussicht gestellt. Derzeit erscheint sogar ein „Big Bang“, also eine erste große Erweiterungsrunde mit 10 Kandidaten, als mögliches Szenario. Die neuen EU-Mitglieder verpflichten sich auch zur späteren Übernahme des Euro. Eine „opting-out“ Klausel wie für Großbritannien und Dänemark gibt es nicht. Insofern ist nicht auszuschließen, dass bereits zwei bis drei Jahre nach Erweiterung der Europäischen Union auch die Teilnehmerzahl der Europäischen Währungsunion deutlich größer wird. Nach meiner Auffassung sollte jedoch nicht der Termindruck, sondern der tatsächliche Konvergenzfortschritt Vorrang im weiteren Integrationsprozess haben.

In einem ersten Schritt möchte ich heute einige volkswirtschaftliche Ausgangspunkte der EU-Erweiterung beschreiben. Im zweiten Schritt gehe ich dann detaillierter auf die Anforderungen ein, die sich für die Beitrittskandidaten, aber auch für die jetzigen Mitgliedsländer aus dem Beitrittsprozess ergeben.

¹ Die Türkei wird in den vorliegenden Überlegungen nicht berücksichtigt. Es handelt sich zwar ebenfalls um einen EU-Beitrittskandidaten. Die Verhandlungen wurden jedoch noch nicht aufgenommen.

II. Volkswirtschaftliche Ausgangspunkte der EU-Erweiterung

Die Aufnahme der 12 Beitrittskandidaten in die EU würde zunächst einmal bedeuten, dass die Bevölkerung der EU um über 100 Millionen und damit um über ein Viertel ansteigt. Das Bruttoinlandsprodukt aber würde weit weniger zunehmen. Derzeit beträgt das aggregierte nominale BIP der Beitrittsländer nur weniger als 5 Prozent des Bruttoinlandproduktes in der EU. Nach Kaufkraftparitäten wäre das Gewicht der Beitrittskandidaten etwa doppelt so groß. Die Unterschiede zu den jetzigen Mitgliedsländern bleiben aber auch mit dieser Meßmethode erheblich.

Die Kandidaten weisen auch *erhebliche strukturelle Unterschiede* zur EU auf. Der Anteil der Landwirtschaft an der Bruttowertschöpfung ist durchschnittlich mehr als doppelt so hoch wie in der EU, wo er bei ungefähr 2 Prozent liegt. Zudem deutet auch die sektorale Beschäftigung auf strukturelle Diskrepanzen hin. So liegt der Beitrag der Landwirtschaft zur Bruttowertschöpfung in Polen z.B. bei gut 3 Prozent, während beinahe 19 Prozent der Beschäftigten in diesem Sektor tätig sind. Die zunehmende Annäherung an die EU dürfte selbst dann eine erhebliche Reallokation von Ressourcen verursachen, wenn von einer vollständigen Angleichung der Strukturen nicht auszugehen ist.

Lassen Sie mich an dieser Stelle hinzufügen, dass die Beitrittskandidaten im Vergleich zu den bisherigen Mitgliedern in der Regel höhere Leistungsbilanzdefizite haben. Die Werte reichen von 3 Prozent in Slowenien bis fast 15 Prozent in Malta. Zwar sind für Länder

im Aufholprozess Defizite durchaus grundsätzlich zu rechtfertigen. Jedoch erhöhen anhaltende Leistungsbilanzdefizite die Anfälligkeit der Volkswirtschaft gegenüber internen und externen Störungen, insbesondere wenn diese relativ hoch sind und wenn sie kurzfristig und in Fremdwährungen finanziert werden.

Zum außenwirtschaftlichen Bild gehört auch der Verweis darauf, dass der durchschnittliche Offenheitsgrad der Kandidaten deutlich höher ist als in der EU. Das ist zum Teil zwar dadurch bedingt, dass es sich bei den meisten Kandidaten um kleinere Länder handelt. Aber immerhin reichen die Werte von 29 Prozent in Polen bis 109 Prozent in Malta.² Durch die Handelsliberalisierung und die Aussicht auf den EU-Beitritt wurde die Handelsintegration mit der EU bei der gegebenen geographischen Nähe bereits erheblich vertieft. Die Importe aus bzw. die Exporte in die EU betragen durchschnittlich jeweils etwa zwei Drittel des gesamten Im- bzw. Exports der Kandidatenländer.

Neben den Unterschieden zu den bisherigen EU-Mitgliedern muss nunmehr auch die Heterogenität der Kandidaten untereinander berücksichtigt werden. Polen ist mit über 38 Mio. Einwohnern und mit ca. 40 Prozent des gesamten Outputs die mit Abstand größte Volkswirtschaft der Beitrittsländer. Das BIP der Tschechischen Republik und Ungarns als zweit- und drittstärkster Wirtschaftskraft beträgt jeweils weniger als ein Drittel des polnischen. Bei den übrigen Kandidaten handelt es sich überwiegend um relativ kleine Volkswirt-

² Der Offenheitsgrad ist definiert als Aus- und Einführen von Waren und Dienstleistungen im Durchschnitt in Prozent des BIP.

schaften. Neben Größe und Wirtschaftskraft weist auch der Lebensstandard eine große Bandbreite auf. Wird die Kaufkraftparität zugrundegelegt, so reichen die Werte von Bulgarien mit 24 Prozent des EU-Durchschnitts bis hin zu Zypern, das 82 Prozent aufweist. Es erreichen 9 der 12 Kandidaten nur weniger als 60 Prozent des durchschnittlichen EU-Einkommens. Daher ist noch von einem längeren realen Konvergenzprozess auszugehen.

Die Heterogenität der Beitrittskandidaten zeigt sich auch in einer Vielzahl unterschiedlicher Wechselkurssysteme. Die meisten Länder blicken darüber hinaus auf mindestens einen, wenn nicht mehrere Änderungen im Wechselkursregime während des Transformationsprozesses zurück. Dies kann u.a. darauf zurückgeführt werden, dass die Wechselkurspolitik in den einzelnen Entwicklungsstadien unterschiedliche Aufgaben zu erfüllen hatte.³

Die derzeitigen Wechselkursregime lassen sich grob in drei Gruppen aufteilen: Am einen Ende des Spektrums stehen Estland, Litauen, Bulgarien und mit Einschränkungen auch Lettland und Malta. Diese Länder haben ihren geldpolitischen Spielraum durch die Übernahme eines *Currency Boards* bzw. durch eine relativ enge Wechselkursanbindung weitgehend minimiert. Am anderen Ende des Spektrums befinden sich die *Floater*, die in erster Linie ein Inflations- bzw. Geldmengenziel verfolgen, während sie die Wechselkursentwicklung den Devisenmärkten überlassen. Darunter fallen Polen, die Slowakische Republik und Tschechien. Eine dritte Grup-

³ Vgl. Wagner, H., (2001), „Pitfalls in the European Enlargement Process – Challenges for Monetary Policy“, präsentiert anlässlich der Bundesbank-Konferenz am 26./27. Oktober 2001.

pe mit Ungarn, Zypern, Slowenien und Rumänien⁴ verfolgt zwar ein Wechselkursziel gegenüber dem Euro, lässt aber gleichzeitig gewisse Schwankungen im Außenwert der Währung zu.

III. Mehrstufiger Beitrittsprozess

Die zunehmende Heterogenität durch die Erweiterung wird oft als eine Gefahr für den gemeinsamen Markt und die gemeinsame Währung betrachtet. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die Kandidaten vor dem Beitritt in die EU bzw. in die EWU eine ganze Reihe von Anforderungen erfüllen müssen. Sie gehen weit über die oft zitierten nominalen Konvergenzkriterien hinaus. Es erscheint mir deshalb notwendig, etwas näher auf den komplexen dreistufigen Integrationsprozess einzugehen. Jetzt befinden wir uns in der ersten Phase. Sie reicht bis zum Beitritt in die EU. Dann schließt sich mit der zweiten Stufe eine Übergangsphase an. Sie ist durch zwei Sachverhalte gekennzeichnet, nämlich erstens den Eintritt in den Wechselkursmechanismus II und zweitens den Konvergenztest zur Teilnahme an der EWU. Die dritte Phase startet mit der Übernahme des Euro durch die Beitrittsländer.

1. Vorbereitungen und Vorbedingungen zum Eintritt in die EU

Als der Europäische Rat in Kopenhagen im Jahr 1993 die künftige Erweiterung der Union um die Länder Mittel- und Osteuropas sowie um Malta und Zypern beschloss, legte er zugleich die Vorausset-

⁴ Slowenien und Rumänien betreiben offiziell eine Geldmengenstrategie, wobei jedoch *implizit*

zungen eines solchen Beitritts fest. Die *Kopenhagener Kriterien* verlangen von den neuen Mitgliedern ein ausreichendes Maß an politischer, institutioneller und wirtschaftlicher Stabilität, die Übernahme der aus der Mitgliedschaft erwachsenden Verpflichtungen sowie die vollständige Identifikation mit den europäischen Integrationszielen. Für das Eurosystem sind insbesondere das *wirtschaftliche Kriterium* sowie das *Kriterium zur Übernahme des gemeinsamen Besitzstandes* relevant.

Das *wirtschaftliche Kriterium* der Kopenhagener Kriterien verlangt, dass es sich bei den neuen EU-Mitgliedern um funktionsfähige Marktwirtschaften handelt und dass diese dem Wettbewerb in der Union standhalten können. Dies erfordert u.a. funktionierende Eigentumsrechte, Wettbewerb, freie Preisbildung und einen gut entwickelten Finanzsektor. Die Fortschrittsberichte der EU-Kommission machen deutlich, dass bisher nur Malta und Zypern das wirtschaftliche Kriterium vollständig erfüllen. Bei Estland, Lettland, Litauen, Polen, der Tschechischen Republik, Ungarn, der Slowakischen Republik und Slowenien handelt es sich zwar um funktionierende Marktwirtschaften. Es sind jedoch - in unterschiedlichem Ausmaß - weitere Anstrengungen notwendig, damit diese Volkswirtschaften auch den Marktkräften standhalten können. In Bulgarien und Rumänien ist dagegen noch eine deutliche Intensivierung der Reformen erforderlich. Während bei der Handels- und Devisenmarktliberalisierung sowie bei der Privatisierung von Unternehmen schon große Fortschritte erzielt worden sind, ist hier vor allem an die volkswirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit zu denken.

ein relativ enges Wechselkursziel gegenüber dem Euro verfolgt wird (Managed Floating).

Für die Behauptung im internationalen Wettbewerb, aber auch für die Kapitalallokation im Inland, ist die Effizienz des inländischen Banken- und Finanzsektors von großer Bedeutung. Dies erfordert einen hohen Grad an Finanzintermediation, liquide Kapitalmärkte, eine ausreichende Eigenkapitalbasis der Banken, eine funktionierende Banken- und Wertpapieraufsicht und solide Zahlungssysteme.

Der Finanzsektor in den Beitrittsländern ist weiterhin sehr entwicklungsfähig. Die Finanzintermediation der Banken ist insgesamt eher niedrig. Dies reflektiert in erster Linie den geringeren Entwicklungsstand der sich noch im Aufbau befindenden ehemaligen Transformationsländer. So fehlt es teilweise noch an bankgeschäftlichem Know-How sowie an einer ausreichenden Gewinnorientierung der Banken.

All dies spiegelt sich auch in den Krediten an den privaten Sektor. Hier erreichen die Kandidaten durchschnittlich nur ca. 30 Prozent des Bruttoinlandproduktes bzw. weniger als 1/3 des EU-Wertes. Die teilweise sehr hohen Zinsspreads zwischen Kredit- und Einlagenzins - diese sind durchschnittlich etwa doppelt so hoch wie in der EU - weisen auf einen Risikozuschlag hin. Einige Beobachter interpretieren diesen Spread als Hinweis auf eine noch nicht ausreichende Effizienz des Bankensystems.

Die Wertpapiermärkte spielen bei den Beitrittskandidaten bisher insgesamt noch keine große Rolle. Die Bedeutung der Aktienmärkte ist zwar seit 1994 ständig gewachsen, die Marktkapitalisierung bleibt aber im Vergleich zur EU weiterhin gering. An den Rentenmärkten

dominieren Staatsanleihen, Märkte für Unternehmensanleihen bestehen dagegen kaum. All dies ist jedoch nicht ungewöhnlich für Länder, die sich in einem Aufholprozess befinden. Dennoch weist es auch auf Probleme im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen hin.

Berücksichtigt man die große Bedeutung des Finanzsektors für die Allokation von Ressourcen, so wird deutlich, dass in den Ländern der Beitrittskandidaten weitere strukturelle Reformen erforderlich sind. Diese sogenannte *strukturelle Konvergenz* soll im Rahmen der Kopenhagener Kriterien sichergestellt werden. Sie ist eine notwendige Voraussetzung, um den realen Konvergenzprozess der Beitrittskandidaten weiter voranzubringen.

Das *Kriterium zur Übernahme des gemeinsamen Besitzstandes* verpflichtet die Beitrittskandidaten, die europäischen Rechtsnormen anzuerkennen bzw. anzuwenden. Im Hinblick auf die spätere Übernahme der gemeinsamen Währung geht es hier insbesondere um die Notenbankgesetze, den Kapitalverkehr, das Bankensystem und die Stabilität des Finanzsystems.

Durch den Beitritt werden die Zentralbanken der neuen EU-Mitglieder Teil des ESZB. Deshalb ist es erforderlich, dass die Notenbankgesetzgebung mit den entsprechenden Regeln des EU-Vertrages übereinstimmt. Die Beitrittsländer müssen das vorrangige Ziel der Preisstabilität akzeptieren, die institutionelle, personelle und finanzielle Unabhängigkeit ihrer Notenbank sicherstellen sowie die Kreditvergabe der Zentralbank an öffentliche Stellen verbieten.

Darüber hinaus setzt der EU-Beitritt auch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs voraus. Neun der zwölf Kandidaten konnten die dafür relevanten Kapitel in den Beitrittsverhandlungen bereits provisorisch schließen. Dennoch gibt es weiterhin erhebliche Unterschiede. Estland, Lettland und Litauen haben alle Devisenkontrollen aufgelöst. Sie sind in dieser Hinsicht also vollständig liberalisiert. Beschränkungen bestehen aber noch beim Erwerb von Immobilien bzw. Land durch Ausländer. Auch Tschechien und Bulgarien entsprechen bereits weitgehend den relevanten Vorgaben des Aquis im Kapitalverkehr. In Polen, Ungarn, in der Slowakischen Republik und in Slowenien gibt es insbesondere im kurzfristigen Kapitalverkehr noch Beschränkungen. Erhebliche Restriktionen bestehen dagegen weiterhin in Zypern, Malta und Rumänien.

Während die Liberalisierung des Kapitalverkehrs grundsätzlich nicht verhandelbar ist, sollten Zeit und Abfolge der Liberalisierungsschritte von den makroökonomischen Fakten und der Stabilität des Finanzsektors abhängig gemacht werden. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs stellt nämlich eine zusätzliche Herausforderung für die jeweilige Volkswirtschaft dar. Insbesondere vor dem Hintergrund eines noch nicht voll entwickelten Finanzsektors und noch ausstehender Reformen in der Bankenaufsicht ist ein schrittweises Vorgehen angemessen. Dies gilt vor allem dann, wenn die Beitrittskandidaten ein Wechselkursziel gegenüber dem Euro verfolgen. Eine eigen-

ständige Geldpolitik ist bei vollständiger Kapitalmobilität und einem Wechselkursziel nicht möglich (Impossible Trinity⁵).

2. Die Übergangsphase

Die Übergangsphase nach dem Beitritt zur EU ist darauf ausgerichtet, die zur Übernahme der gemeinsamen Währung notwendige Konvergenz weiter zu erhöhen. Denn die Länder, die der EU beitreten, verpflichten sich zugleich, später den Euro zu übernehmen. Es gibt kein „opting-out“. Wesentliche Voraussetzungen für die spätere Übernahme des Euro werden bereits durch die Vorbereitung auf den EU-Beitritt bzw. die Kopenhagener Kriterien geschaffen: Die Unabhängigkeit der Notenbanken bildet die institutionelle Basis für die zunehmende währungspolitische Abstimmung. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ist unabdingbar für eine sinnvolle Überprüfung des Wechselkurskriteriums. Die Reformen zur Struktur und Stabilität der Finanzmärkte beschleunigen den realen Konvergenzprozess. Zugleich wird das *Catching-up* der neuen EU-Mitglieder natürlich auch *nach* dem Beitritt weitergehen.

Mit dem Beitritt zur EU verpflichten sich die Beitrittskandidaten, die *Wirtschaftspolitik* als Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu betrachten und sich dem wirtschaftspolitischen Koordinierungs- und Überwachungsmechanismus der EU unterzuordnen. Ziel ist eine stabilitätsorientierte und auf zunehmende Konvergenz ausgerichtete

⁵ Vgl. dazu Frankel, J., (1999), „No Single Currency Regime is right for all Countries or at all Times“, NBER Working Paper No. 7338, Cambridge.

Wirtschaftspolitik aller EU-Mitglieder. Speziell auf die Finanzpolitik ausgerichtet ist der *Stabilitäts- und Wachstumspakt*, der das mittelfristige Ziel eines ausgeglichenen öffentlichen Haushaltes verankert.

a) Teilnahme am Wechselkursmechanismus II

Auch die Wechselkurspolitik wird zu einer Angelegenheit von gemeinsamem Interesse. Eine gleichzeitige Aufnahme in EU und EWU ist gemäß Vertrag nicht möglich. Vielmehr erfordern die Konvergenzkriterien, dass ein Land mindestens zwei Jahre ohne besondere Spannungen dem WKM II angehört haben muss. Erst dann kann es der EWU beitreten. Ob darüber hinaus eine noch längere Übergangsphase notwendig erscheint oder ob sofort nach dem EU-Beitritt auch die Mitgliedschaft im WKM II erfolgen sollte, hängt ab von der besonderen Situation des Landes bzw. von dessen Fortschritten im Konvergenzprozess und bei der makroökonomischen Stabilisierung.⁶

Bei der Frage nach dem angemessenen Wechselkursregime sind meines Erachtens die drei folgenden Aspekte besonders zu beachten:

1. Als Konsequenz des EU-Beitritts und der Kapitalverkehrsliberalisierung könnte sich die Volatilität der Kapitalströme erhöhen. Darauf dürfte die Aufrechterhaltung von „starren“ Wechselkursregimen schwieriger werden.

⁶ Vgl. Von Hagen et.al., (2001), „Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries“, präsentiert anlässlich der Bundesbank-Konferenz am 26./27. Oktober 2001, Eltville.

2. Durch den Aufholprozess der Beitrittsländer werden ihre gleichgewichtigen realen Wechselkurse in den kommenden Jahren wahrscheinlich steigen.
3. Da einige Beitrittskandidaten immer noch mit erheblichen Inflationsdifferenzen gegenüber den jetzigen EU-Ländern konfrontiert sind, müssen die Wechselkursregime auch dem Risiko höherer Leistungsbilanzdefizite und der Wettbewerbsfähigkeit Rechnung tragen.

In der Übergangsphase vom Beitritt zur EU zum Beitritt in die EWU muss also die Konsistenz von Wechselkursstrategie und makroökonomischer Politik im Zentrum der Anstrengungen stehen. Ein Beitritt zum Wechselkursmechanismus erscheint erst dann angemessen, wenn die stärkere Wechselkursorientierung am Euro zu den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen des jeweiligen Landes passt und wenn dieser Schritt tatsächlich der finanziellen und wirtschaftlichen Integration dient.

Meines Erachtens stellt der Europäische Wechselkursmechanismus durchaus eine adäquate Vorbereitung für die Übernahme der gemeinsamen Währung dar.⁷ Dieser Mechanismus erlaubt es, die Wechselkursschwankungen in einem glaubwürdigen multilateralen Verbund deutlich zu reduzieren, ohne auf die Möglichkeit von Wechselkurskorrekturen zu verzichten.

⁷ Vgl. Wolf, H., (2001), „Exchange Rate Regime Choice and Consequences“, präsentiert anlässlich der Bundesbank-Konferenz am 26./27. Oktober 2001, Eltville.

Dabei ist allerdings von vornherein zu beachten, dass notwendige Anpassungen während des Integrationsprozesses, zum Beispiel aufgrund von Liberalisierungsmaßnahmen oder wegen nachhaltiger Veränderungen der relativen Preise, möglicherweise selbst innerhalb der weiten Bandbreiten des WKM II nicht aufgefangen werden können. Deshalb sollte man die Initialwirkungen des EU-Beitritts erst einmal abwarten, bevor man am WKM II teilnimmt. Auf diese Weise können spekulative Attacken am ehesten vermieden werden. Dies gilt insbesondere für die bisherigen *Floater*, die bewusst die Wechselkursflexibilität bzw. den Nutzen einer autonomen Geldpolitik betonen. Ein verfrühter Eintritt in den Wechselkursmechanismus könnte die Devisenmärkte dazu ermuntern, diesen Mechanismus „zu testen“.

In Ländern, die bereits über längere Zeit eine feste Wechselkursbindung an den Euro aufrechterhalten, wird argumentiert, dass das bestehende hohe Ausmaß an Integration durch den Beitritt zum WKM II bzw. durch die Übernahme von Wechselkursbandbreiten „aufgeweicht“ würde. Mit der Aufweichung, so heißt es, würden Verwerfungen riskiert. Unter gewissen Umständen können jedoch engere Bandbreiten als +/- 15 Prozentpunkte oder ein Currency Board auch im Rahmen des WKM II aufrechterhalten werden. Bei einem Currency Board würde es sich aber ausschließlich um eine unilaterale Festlegung des betreffenden Landes handeln. Für das Eurosystem ergäben sich keine vergleichbaren Interventionsverpflichtungen zur Verteidigung des Currency Board.

Andere Wechselkurssysteme, wie z.B. Freies Floaten, Crawling Pegs oder Currency Boards mit anderen Referenzwährungen als dem Euro, sind dagegen grundsätzlich *nicht* mit dem WKM II vereinbar. Auch die unilaterale Einführung des Euro als gesetzliches Zahlungsmittel (Euroisierung) entspräche nicht dem im EG-Vertrag vorgesehenen Weg zur Teilnahme an der Währungsunion. Der EG-Vertrag erfordert, dass *alle* Kandidaten den bestehenden Aquis Communautaire *unverändert* übernehmen. Das heißt, dass alle Kandidaten auch die im Vertrag vorgesehenen Schritte bis zur Übernahme des Euro einhalten.

Wenn überhaupt, käme eine Euroisierung ohnehin wohl nur für jene Beitrittskandidaten in Frage, die bereits ein seit längerer Zeit gut funktionierendes Currency Board oder eine feste Wechselkursbindung aufweisen. Die betreffenden Länder könnten nach der Euroisierung jedoch nicht mit der Unterstützung des Eurosystems rechnen. Folglich würden sie vollkommen auf monetäre Souveränität verzichten, ohne die vertrauensstärkenden Auswirkungen einer Teilnahme am Eurosystem beanspruchen zu können.

Darüber hinaus ist daran zu erinnern, dass eine Entscheidung über die Aufnahme in die Währungsunion erst dann sinnvoll ist, wenn die Volkswirtschaften ihre Fähigkeit unter Beweis gestellt haben, sich erfolgreich innerhalb des gemeinsamen Marktes zu behaupten, ohne die Konvergenzkriterien des EG-Vertrages zu verletzen. Die Glaubwürdigkeit des gesamten Eurosystems hängt letztlich von der nachhaltigen Konvergenz aller Teilnehmer ab. Diese Konvergenz soll durch den mehrstufigen Integrationsprozess gewährleistet wer-

den. Durch eine frühe Übernahme des Euro würde der Integrationsprozess jedoch unterlaufen.

b) Hohe und nachhaltige Konvergenz zur Übernahme des Euro

Die Übernahme der gemeinsamen Währung bildet den Abschluss eines langen und sorgfältig abgestimmten Integrationsprozesses. Ein Beitritt zur EWU ist nur möglich, wenn die Beitrittskandidaten einen hohen Grad an dauerhafter Konvergenz aufweisen. Ein hoher Grad an Konvergenz ist gemäß Artikel 121 des EG-Vertrages dann gegeben, wenn die Konvergenzkriterien von Maastricht erfüllt sind. Insofern liegt ein eindeutiger Maßstab der Zielerreichung vor. Die Nachhaltigkeit der Konvergenz ist dagegen weitaus schwieriger zu beurteilen. Sie erfordert, dass die Kriterien nicht nur einmalig, zum Zeitpunkt der Prüfung erfüllt, sondern auf Dauer gewährleistet sind. Für das einwandfreie Funktionieren der Währungsunion sind beide Aspekte wichtig.

Hoher Konvergenzgrad

Die Konvergenzkriterien stellen erhebliche Anforderungen an die makroökonomische Stabilität der Beitrittskandidaten. So setzt das Inflationskriterium einen durch marktwirtschaftliche Bedingungen gesicherten hohen Grad an Preisstabilität voraus. Dies ist notwendig, um innerhalb der EWU größere und länger anhaltende Verschiebungen der Wettbewerbsfähigkeit zu vermeiden und um eine möglichst spannungsfreie Entwicklung unter den Bedingungen einer

einheitlichen Geldpolitik zu ermöglichen. Stabile Preise erzeugen ein Klima der Berechenbarkeit, erhöhen die Transparenz und ermöglichen eine effiziente Allokation von Ressourcen. Somit sind sie unabdingbare Voraussetzung für Wachstum und Beschäftigung.

Die meisten Kandidaten konnten in den letzten Jahren deutliche Fortschritte bei der makroökonomischen Stabilität vorweisen. Dennoch waren jüngst auch gegenläufige Entwicklungen insbesondere bei den Preisen zu beobachten, zu denen neben internen Einflüssen, wie z.B. der Lohnentwicklung, auch externe Faktoren - wie die Ölpreise und der Wechselkurs des Euro⁸ – beitrugen. Angesichts zweistelliger Inflationsraten wie in Rumänien, der Slowakischen Republik, Bulgarien und Polen sind hier noch große Anstrengungen erforderlich, um diese wieder auf ein akzeptables Maß zurückzuführen. Nur Litauen und Malta hatten im Jahr 2000 eine Inflationsrate, die den Vorgaben des Inflationskriteriums entsprochen hätte.

Um die Inflationserwartungen möglichst niedrig zu halten und so die angemessenen Rahmenbedingungen für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik sicherzustellen, sind auch niedrige Defizit- und Schuldenquoten erforderlich. Solide öffentliche Finanzen gewährleisten außerdem, dass der Spielraum nationaler Fiskalpolitik auch in Zeiten konjunktureller Schwächephasen gewährleistet bleibt. Dieser Spielraum gewinnt für die Teilnehmer einer Währungsunion, die untereinander nicht mehr über das Instrument von Wechselkursanpassungen verfügen, noch an Bedeutung.

⁸ Vgl. IWF(2000), „Exchange Rate Regimes in Transition Countries“, Washington.

Hinsichtlich der Kriterien zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen haben sich die Länder bis zum letzten Jahr überwiegend verbessert. Im Durchschnitt erreichten die Kandidaten im Jahr 2000 beinahe den Referenzwert des Maastricht-Konvergenzkriteriums von 3 Prozent. Immer noch sehr hohe öffentliche Defizite bestehen insbesondere in Malta und Tschechien. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund eines sich abschwächenden Wachstums ist nun allerdings bei einigen Kandidaten für das Jahr 2001 mit einer deutlichen Verschlechterung der Haushaltslage zu rechnen. Überdies muß man berücksichtigen, dass die Defizite auf Abgrenzungen beruhen, die zumindest teilweise von den EU-Definitionen abweichen. Die öffentliche Verschuldung liegt in allen Ländern - außer in Bulgarien – bei etwa 60 Prozent oder darunter.

Das *Zinskriterium* verlangt im Kern eine Angleichung der langfristigen Nominalzinsen. Bei liberalisierten Kapitalmärkten reflektieren Unterschiede in den Nominalzinsen in erster Linie die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung von Inflationsrate, öffentlichen Finanzen und Wechselkursstabilität. Das Zinskriterium gibt so gesehen eine marktmäßige Einschätzung, ob die Konvergenzfortschritte nachhaltig aufrechterhalten werden können. Allerdings hat sich im Vorfeld der Währungsunion auch gezeigt, dass sich die Zinsdifferenzen mit dem Vertrauen auf den Beitritt bereits erheblich angleichen („Konvergenzhandel“).

Nachhaltigkeit der Konvergenz

Die Maastricht-Kriterien sollen für den EWU-Beitritt nicht nur ein *hohes Maß* an Konvergenz, sondern auch deren *dauerhafte* Aufrechterhaltung sicherstellen. Strukturelle Diskrepanzen sowie Unterschiede im Lebensstandard könnten jedoch dazu führen, dass die Volkswirtschaften danach wieder auseinanderdriften. Folglich ist es wichtig, die Nachhaltigkeit der Konvergenz zu gewährleisten. In besonderer Weise trifft dies für die Preisentwicklung zu, auf die ich gleich zurückkomme. Zuvor sei lediglich erwähnt, dass Nachhaltigkeit auch für die Fiskalpolitik von großer Bedeutung ist. Der Vertrag legt fest, dass übermäßige Defizite *auf Dauer* zu vermeiden sind (Art. 104). Der Stabilitäts- und Wachstumspakt konkretisiert die Verpflichtung eines mittelfristig ausgeglichenen öffentlichen Haushaltes. In den Stabilitätsprogrammen wird festgelegt, wie und wann das Ziel zu erreichen ist. Auf diese Weise soll die Stabilitätsorientierung der europäischen Geldpolitik nicht durch mangelhafte fiskalische Disziplin unterlaufen werden. Nun aber zurück zu den Preisen.

Der sogenannte Balassa-Samuelson-Effekt⁹ bewirkt, dass überdurchschnittliche Wachstumsraten von Aufhölkandidaten mit höheren Inflationsraten einhergehen. Dies ist auf große Produktivitätsgewinne bei den *handelbaren Gütern* zurückzuführen. Die daraus resultierenden Ertragsverbesserungen führen bei den kleinen offenen Volkswirtschaften der Beitrittskandidaten vielfach nicht zu Preissenkungen, sondern schaffen Spielraum für Lohnerhöhungen. Entspre-

⁹ Vgl. Balassa, B., (1964), „The Purchasing Power Doctrine: A Reappraisal“, Journal of Political Economy, Nr. 72, S. 585-596 sowie Samuelson, P., (1964), „Theoretical Notes on Trade Problems“, Review of Economics and Statistics, Nr. 46, S. 145-154.

chende Lohnforderungen im Sektor der *nicht-handelbaren Güter*, der in der Regel nicht die gleichen Produktivitätsfortschritte verzeichnet, gehen mit höheren Lohnstückkosten in diesem Sektor einher. Höhere Preise in den Aufholländern sind die Folge.

In diesem Zusammenhang wurde in der letzten Zeit häufig die Forderung laut, die Definition von Preisstabilität im Euroraum nach oben anzupassen.¹⁰ Dies soll verhindern, dass die inflationären Tendenzen in den schneller wachsenden Volkswirtschaften durch deflationäre Entwicklungen in anderen Ländern ausgeglichen werden müssen. Dabei sind mehrere Aspekte problematisch.

Zum einen würde eine Aufweichung des Stabilitätsziels die Glaubwürdigkeit der noch jungen EZB gefährden. Zum anderen sind die Wirkungen des Effektes zu relativieren. Schätzungen kommen auf eine Größenordnung von 1-3% p.a.¹¹ Angesichts des relativ geringen ökonomischen Gewichts der Kandidaten wären die Auswirkungen auf das gesamteuropäische Aggregat somit eher gering. Aus grundsätzlichen Überlegungen ist aber davor zu warnen, erhebliche Konvergenzmängel durch eine Aufweichung des Stabilitätsziels zu verdecken. Geringere Inflationsdifferenzen dagegen sind in einer Währungsunion durchaus normal und können durch das Stabilitätsziel der EZB von bis zu knapp 2% aufgefangen werden. Sie haben die Geldpolitik in Europa bisher nicht negativ beeinträchtigt.

¹⁰ Wie es zum Beispiel Sinn und Reutter (2001), „The Minimum Inflation Rate for Euroland“, NBER Working Paper, Nr. 8085, Cambridge vorschlagen.

¹¹ Vgl. Broek/Slok (2001), „Interpreting Real Exchange Rate Movements“, IMF Working Paper, 01/56, Washington D.C.; Monatsbericht Deutsche Bundesbank, Oktober 2001.

Im Hinblick auf die Erweiterung der EWU ist darauf hinzuweisen, dass eine Flexibilisierung der Arbeitsmärkte den sektoralen und regionalen Produktivitätsunterschieden in den Volkswirtschaften der Beitrittsländer Rechnung tragen könnte. Höhere Inflationsraten können zudem durch eine Intensivierung des Wettbewerbs im nicht-handelbaren Sektor sowie durch eine zurückhaltende Fiskalpolitik verhindert werden. Jedenfalls erscheinen solche Anstrengungen wesentlich sinnvoller als eine Aufweichung des Stabilitätsziels der Europäischen Zentralbank.

Für die Nachhaltigkeit der Konvergenz kommt es auch darauf an, dass vor dem Beitritt zur EWU neben der nominalen Konvergenz auch ein hinreichendes Maß an realer Konvergenz erzielt wird. In diesem Zusammenhang ist auf die Bedeutung der Kopenhagener Kriterien und den damit einhergehenden strukturellen Reformen hinzuweisen, die bereits *vor dem EU-Beitritt* gute Voraussetzungen für eine raschere reale Konvergenz herbeiführen sollen. Nominale und reale Konvergenz sind zwei Seiten einer Medaille und dementsprechend gleichermaßen zu verfolgen. Noch kürzer ausgedrückt heißt das: Maastricht meets Kopenhagen.

Gleichwohl wird oft ein Konflikt gesehen zwischen dem Wunsch nach monetärer Stabilisierung und dem realen Aufholprozess. Eine am Stabilitätsziel ausgerichtete Geldpolitik wird bei dieser Argumentation als unnötige „Wachstumsbremse“ dargestellt. Dabei wird übersehen, dass dies allenfalls kurzfristig der Fall sein könnte. Auf längere Sicht ist ein stabiles monetäres Umfeld unabdingbar für Preisstabilität, ein gesundes Investitionsklima und tragfähiges

Wachstum. Dies belegen auch zahlreiche empirische Untersuchungen. So zeigt, z.B. der IMF, dass gerade jene Transformationsländer die größten Fortschritte verzeichnen, die auch die monetäre Stabilisierung ehrgeizig vorantreiben.¹²

Die im EG-Vertrag vorgegebenen Kriterien stellen ein umfassendes Regelwerk für die Erweiterung der Europäischen Union und der Europäischen Währungsunion dar. Hält man sich an die Regeln, wird es gelingen, ein für das einwandfreie Funktionieren der Europäischen Währungsunion unerlässliches Maß an nominaler und realer Konvergenz nachhaltig sicherzustellen. Nicht zuletzt deswegen verweist der EG-Vertrag für die Konvergenzüberprüfung auch auf die Entwicklung der Märkte, den Stand und die Entwicklung der Leistungsbilanzen sowie auf die Entwicklungen bei den Lohnstückkosten und anderer Preisindizes (Vgl. Art. 121 Abs. 1). Der EG-Vertrag konfrontiert alle Mitglieder mit denselben Kriterien und verhindert so die Bildung einer Zwei-Klassen-Währungsunion. Zusammenfassend erscheint weder die Einführung neuer Hürden noch die Aufweichung bestehender Kriterien ökonomisch notwendig oder politisch vertretbar.

¹² Vgl. Havrylyshyn u.a. , (1999), „Growth Experience in Transition Countries 1990-1998“, IMF Occasional Paper No. 184, Washington D.C.; IMF, (2001), „A Decade of Transition: Achievements and Challenges“, Washington D.C.

IV. Schluss

Lassen Sie mich meine Überlegungen in fünf Punkten zusammenfassen:

1. Die Aufnahme der Beitrittskandidaten in die Europäische Union stellt einen *beispiellosen* Integrationsprozess dar. Aufgrund der großen Anzahl der Kandidaten und ihrer Heterogenität sowie der Unterschiede zwischen neuen und alten Mitgliedern stehen alle Beteiligten vor großen Herausforderungen.
2. Es besteht weitgehend Konsens darüber, dass die Integration der Kandidatenländer eine politische Notwendigkeit und eine ökonomische Chance darstellt. Es ist verständlich, dass die Kandidaten rasch an der Prosperität dieses großen Wirtschaftsraumes teilhaben möchten. Insbesondere nach der Einführung der gemeinsamen Währung ist mit einer integrationsbedingten Senkung der Transaktionskosten, verstärkter Preistransparenz und einer Vertiefung und Verbreiterung der Kapitalmärkte zu rechnen. Darüber hinaus können die Beitrittsländer von der Reputation der EZB profitieren. Zu erwarten ist ein weiterer Rückgang der Inflationsraten, tendenziell sinkende Kapitalmarktzinsen und verbesserte Investitionsbedingungen.
3. Berücksichtigt man die große Bedeutung des Finanzsektors für die Allokation von Ressourcen, so wird deutlich, dass in den Ländern der Beitrittskandidaten weitere strukturelle Reformen vor der Aufnahme in die EU erforderlich sind. Diese sogenannte *strukturelle Konvergenz* soll im Rahmen der Kopenhagener Kriterien sichergestellt werden.

stellt werden. Sie ist eine notwendige Voraussetzung, um den realen Konvergenzprozess der Beitrittskandidaten weiter voranzubringen.

4. Ein Beitritt zur EWU vor Erreichung einer nachhaltigen Konvergenz könnte sich als nachteilig für die einzelnen Kandidaten, aber auch für die gesamte Union herausstellen. Zum Beispiel wäre der Verzicht auf den Wechselkurs als Anpassungsinstrument problematisch, wenn die Konvergenz noch nicht ausreichend ist. Die Wettbewerbssituation der Kandidaten könnte dann sogar beeinträchtigt werden. Daher ist es entscheidend, dass die Kopenhagener und Maastrichter Kriterien für eine Erweiterung auch wirklich erfüllt werden. Vor der Teilnahme der Beitrittskandidaten an der EWU muss es also heißen: Maastricht meets Kopenhagen.

5. Eine unilaterale Einführung des Euro als gesetzliches Zahlungsmittel (Euroisierung) entspricht nicht dem im EG-Vertrag vorgesehenen Weg zur Teilnahme an der Währungsunion. Der Vertrag erfordert, dass alle Kandidaten den bestehenden Aquis Communautaire unverändert übernehmen. Das heißt, dass alle Kandidaten auch die im Vertrag vorgesehenen Schritte bis zur Übernahme des Euro einhalten.

* * *

Sendesperrfrist:
10. Dezember 2001, 10:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Dr. Jürgen Stark
Vizepräsident
der Deutschen Bundesbank

Die langfristigen Perspektiven des Euro

**Vortrag anlässlich einer Konferenz der FT Deutschland
"Finanzmarkt 2002"
in Frankfurt am Main
am Montag, 10. Dezember 2001**

Angekündigt ist mein Beitrag für diese Veranstaltung unter der Überschrift "Europa auf dem Weg zum Euro". Wir sind bereits unterwegs. Für eine Reihe von EU-Mitgliedsländer ist der Euro bereits heute Realität. Die Einführung von Euro-Banknoten und – Münzen schließt nun einen langen Prozess ab und macht Europa für mehr als 300 Mio. Menschen direkt begreifbar.

Wie weit Europa auf dem Weg zum Euro bereits vorangeschritten ist, lässt sich leicht anhand einer Landkarte Europas verdeutlichen, welche nach Währungsräumen abgegrenzt ist. Diese Betrachtungsweise ergibt ein faszinierendes und vielleicht für viele noch ungewohntes Bild.

Viele Länder, die sich – noch - außerhalb der Europäischen Union befinden, würden dem Erfolgsmodell Euro lieber heute als morgen beitreten. Dies bestätigte erneut das gemeinsame Seminar, das von der EZB und der Deutschen Bundesbank mit den Zentralbanken der Beitrittsländer in der vergangenen Woche durchgeführt wurde. Wer hätte noch vor wenigen Jahren eine derartige Anziehungskraft einer

Idee, die mit nationalen Souveränitätsverzicht verbunden ist, für möglich gehalten?

Auch die drei EU-Mitgliedstaaten, die bisher nicht an der Währungsunion teilnehmen, werden nicht auf Dauer eine Zuschauerrolle bei diesem einmaligen Projekt einnehmen wollen.

Hier gibt es zwei Dinge festzuhalten:

- man kann nicht über einen längeren Zeitraum die Vorteile des gemeinsamen Binnenmarktes nutzen, ohne die letzte Konsequenz – nämlich die gemeinsame Währung – mitzutragen;
- der Grundsatz der Gleichbehandlung mit den Ländern der ersten Qualifikationsrunde zur WWU ist konsequent anzuwenden. D. h. es darf und wird keine andere Interpretation oder gar eine Änderung der Kriterien geben. Diejenigen EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben sollten sich nicht der Illusion hingeben, die Einführungsbedingungen seien „verhandelbar“.

Ich habe manchmal den Eindruck, dass das Verständnis für die historische, politische und ökonomische Dimension dieses Projektes nicht jedermann voll bewusst ist. Aber ich bin zuversichtlich, dass

dieser Erkenntnisprozess in- und außerhalb des Eurosystems durch die in drei Wochen bevorstehende Einführung der Euro-Banknoten und –Münzen vorangetrieben wird.

Angesichts der Geschichte und der vielfältigen Gemeinsamkeiten der europäischen Staaten war die Währungsunion ein folgerichtiger Schritt. Eine Rolle hat sicher gespielt, dass sich die ökonomischen Rahmenbedingungen seit Beginn der achtziger Jahre durch die zunehmende wirtschaftliche Verflechtung sowie der Globalisierung des Wettbewerbs und der Märkte in rasanter Weise verändert haben. Auch diese Entwicklungen, zusammen mit den politischen Umwälzungen in Osteuropa, haben ohne Zweifel den Entschluss zur Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion vorangetrieben.

Um die WWU richtig einzuordnen und zu beurteilen sowie die langfristigen Perspektiven des Euro angemessen zu würdigen, ist auch ein kurzer Rückblick auf den Weg zur WWU sinnvoll.

Meine These lautet:

Die Wirtschafts- und Währungsunion hat Europa bereits verändert und wird zu einem weiteren tiefgreifenden Wandel führen. Diese Veränderungen werden erst mittel- bis langfristig in positiver Weise politisch und ökonomisch spürbar werden.

Mit dem Maastricht-Vertrag und dem verstärkten Konvergenzprozess Anfang und Mitte der 90er Jahre ergab sich in der Wirtschafts- und Finanzpolitik der Mitgliedstaaten ein Paradigmenwechsel:

Die Stabilitätsorientierung – oder die Stabilitätskultur – die früher nur für einzelne EU-Mitgliedstaaten galt, hat nun für das gesamte Eurogebiet Gültigkeit. Dies drückt sich in den wesentlichen Merkmalen aus, die Voraussetzung für den Stabilitätserfolg der D-Mark waren: Preisstabilität als prioritäres Ziel, garantiert durch eine von politischem Einfluss unabhängige Zentralbank, deren Politik mittelfristig ausgerichtet ist.

Ein weiteres Merkmal ist die Solidität der öffentlichen Haushalte, die über einfache, transparente und ebenfalls mittelfristig ausgerichtete haushaltspolitische Regeln im Rahmen des Stabilitäts- und

Wachstumspaktes gesichert werden soll. Es versteht sich von selbst, dass die mittelfristige Orientierung auch in Zeiten des wirtschaftlichen Abschwungs weitergelten muss.

Dabei kommt den automatischen Stabilisatoren eine wichtige Rolle zu. Der Staatshaushalt wirkt über die automatischen Stabilisatoren verstetigend auf die wirtschaftliche Entwicklung. Zu unterstreichen an dieser Stelle ist die Tatsache, dass die automatischen Stabilisatoren im Eurogebiet doppelt so stark wie in den Vereinigten Staaten wirken. Und es ist ausdrücklich nicht das Ziel des Stabilitätspaktes, dieses Atmen des öffentlichen Haushalts mit dem Konjunkturzyklus zu verhindern. Das Bild der Zwangsjacke des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ist deshalb verfehlt.

Als Belastung werden die eingegangenen Verpflichtungen nur von den Ländern empfunden, welche in den letzten Jahren die vorhandenen Chancen zur Haushaltskonsolidierung vernachlässigt und bislang keine mittelfristig tragfähige Position erreicht haben.

Auf dem Weg zur Währungsunion wurden im Zuge des Konvergenzprozesses die Inflationsraten, Zinssätze und öffentliche

Defizite insbesondere in den Teilnehmerländern mit eher instabilen Verhältnissen signifikant zurückgeführt. Die mittelfristige Ausrichtung der Politiken und die regelorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems sind eine große Errungenschaft für Europa. Dieser Politikansatz ist gleichzeitig eine wichtige Voraussetzung für den langfristigen bzw. dauerhaften Erfolg des Euro. Die Wahrnehmung der jeweiligen Verantwortlichkeiten in der Geld- und Haushaltspolitik und das Befolgen der gesetzten Regeln führen quasi automatisch zu einem optimalen policy mix. Die positive Wirkung dieser Selbstbindung der Politik sollte nicht unterschätzt werden.

Der mit dem Euro verbundene Paradigmenwechsel in der Wirtschafts- und Finanzpolitik bedeutet in Europa den Versuch, vom „Primitiv-Keynesianismus“ und von der destabilisierenden kurzfristigen stop and go Politik Abschied zu nehmen. Ziel ist das Setzen verlässlicher gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen, die Verstetigung des wirtschaftlichen Wachstums und das Vermeiden signifikanter zyklischer Ausschläge.

Diese Politikausrichtung – glaubhaft mittelfristig umgesetzt – wird zu einer Stärkung der Wachstumsgrundlagen im Eurogebiet führen und

damit auch die gemeinsame Währung stärken. Das reflexartige Auftauchen keynesianischen Denkens in konjunkturell schwierigen Zeiten überrascht mich nicht. An der Reaktion der Politik auf diesen Druck, kann man sehr gut erkennen, wie die mittelfristige Politikausrichtung Früchte trägt.

Nicht nur die bisherigen grundlegenden Entwicklungen werden in weiten Bereichen der öffentlichen Diskussion ausgeklammert. Vielmehr werden die bisherigen Erfahrungen mit der WWU von vielen kritischen Beobachtern auf die drei Jahre der Existenz der EZB begrenzt. Von der Sache her wird die WWU als Enttäuschung von Erwartungen gewertet. Dies wird an der Entwicklung des Euro - US-Dollar - Wechselkurses festgemacht oder an der Bedeutung, die der Euro inzwischen als Reservewährung oder an den internationalen Finanzmärkten erreicht hat.

Richtig ist, dass an die Einführung des Euro von einigen europäischen Politikern auch die Erwartung geknüpft war, die gemeinsame Währung könnte – gestützt auf eine den USA vergleichbare Wirtschaftskraft – zum US-Dollar als internationale Anlage- und Reservewährung in Wettbewerb treten und innerhalb

kurzer Zeit zum ernsthaften Konkurrenten avancieren. Diese Hoffnungen waren offenkundig überzogen.

Die Wechselkurse spiegeln die Bewertung der Fundamentaldaten eines Landes oder eines Währungsraums durch „die Märkte“ wider.

Ist die Kursentwicklung des Euro, über die von den Medien beinahe im Minutentakt berichtet wird, also ein Beleg für den Erfolg oder Misserfolg der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion?

Die Devisenmärkte sind die Paradebeispiele für effiziente Märkte, auf denen neue Informationen unmittelbar verarbeitet werden und sich sofort in Preisveränderungen niederschlagen. Die Wahrnehmung hat sich dabei zunehmend auf Einzelindikatoren konzentriert, die eine bestimmte Marktstimmung bestätigen. Informationen werden demnach asymmetrisch verarbeitet.

Dies entspricht einem veränderten und sehr kurzfristig ausgerichteten Denk- und Wahrnehmungsmuster. Die Folge ist eine Kurzfristorientierung, aus der Bewertungen auf der Grundlage von Momentaufnahmen vollzogen werden und eine komplexere Analyse nicht erfolgt. Im Ergebnis führt der verkürzte Zeithorizont in

Verbindung mit Herdenverhalten zu einer Wahrnehmungs- und Erkenntnis-Lücke.

Allerdings muss man auch konstatieren, dass die schleppenden Strukturreformen in Kontinentaleuropa eine für den Euro unvorteilhafte Marktstimmung begünstigt haben. Die Politik konnte der Versuchung zu kurzfristig und nur scheinbar wirksamen Lösungsansätzen oft nicht widerstehen. Die langfristigen Folgen der wirtschaftspolitischen Eingriffe und die Prüfung der Frage, ob die Maßnahmen marktkonform sind, wurden und werden dabei verdrängt.

Insbesondere auf dem Arbeitsmarkt fehlt ein konsequentes und kohärentes Konzept. Dies wird auch regelmäßig von internationalen Organisationen wie IWF und OECD angemahnt. Auch die Europäische Kommission hat die Regierungen, Wirtschaft und Gewerkschaften wiederholt aufgefordert, die Reform der Arbeitsmärkte entschlossen voranzutreiben – auch im Falle einer Abkühlung des Weltwirtschaftsklimas. Auch von der nationalen Politikberatung wird immer wieder auf die rigiden Arbeitsmärkte hingewiesen. Es gibt also keinen zusätzlichen Analyse- oder

Erkenntnisbedarf. Aber entweder weist die Politik in diesem Bereich eine hohe Beratungsresistenz auf oder sie ist nicht willens oder nicht in der Lage, die für die Umsetzung des als richtig Erkannten die notwendige gesellschaftliche Akzeptanz herbeizuführen.

Dennoch ist das Bild des sklerotischen Europas der siebziger Jahre überholt. Die Vollendung des gemeinsamen Binnenmarktes 1993 und die Krönung durch die gemeinsame Währung stellen wichtige Meilensteine dar. Die gemeinsame Währung wird sich als immenses Strukturreform-Programm erweisen.

Unbestritten: der Euro hat bislang nicht die Bedeutung einer internationalen Anlage- und Reservewährung erreicht, wie sie sich rechnerisch aus dem Gewicht der früheren Währungen des Euroraums ergibt. Mit einem Anteil von rund 13 % an den gesamten offiziellen Devisenreserven erreichte die gemeinsame Währung im Sommer 2001 beispielsweise gerade jenen Stand, den die D-Mark zuletzt inne hatte.

Allerdings sind drei Jahre in der Geschichte einer Währung und einer Institution wie der EZB ein äußerst kurzer Zeitraum. Die

Gewohnheiten der Zentralbanken ändern sich nur sehr langsam, wenn es um die Umschichtung der Währungsreserven geht.

Die Reputation einer noch jungen Institution muss aufgebaut werden. Ein „track record“ muss sich entwickeln, aus dem heraus mittel- bis längerfristig Vertrauen entsteht, bevor Zentralbanken ihre Zurückhaltung überwinden und ihre Währungsreserven in größerem Umfang in Euros umschichten.

Dies zeigt auch die historische Erfahrung. So war lange Zeit das britische Pfund die dominierende internationale Reservewährung. Es wurde erst nach dem Zweiten Weltkrieg im Zuge der Neuordnung des Weltwährungssystems vom US-Dollar abgelöst. Die D-Mark benötigte danach mehrere Jahrzehnte, um nach der amerikanischen Währung zur zweitwichtigsten Anlage- und Reservewährung zu werden.

Der Status einer Leitwährung hat ein hohes Beharrungsvermögen. Dafür sorgt schon die schiere Existenz der dabei entstandenen tiefen und liquiden Märkte. Das Erscheinen des Euro auf den internationalen Devisenmärkten stellt einen „Bruch“ in der

Währungsgeschichte dar. Dennoch sollten an den Euro keine überzogenen Erwartungen gerichtet werden. Dies gilt um so mehr, als bisher wohl auch die fehlende physische Verbreitung ein Hindernis für seine internationale Nutzung war.

Diese physische Verfügbarkeit des Euro wird viele Entwicklungen transparent machen, die sich bisher in der Vorbereitung auf die WWU und während der ersten drei Jahre für die Bürger eher „im Verborgenen“ vollzogen haben. Mit dem Europäischen Binnenmarkt haben die administrativen und fiskalischen Schranken für den freien Güter- und Dienstleistungshandel an Bedeutung verloren. Die Einführung der gemeinsamen Währung hat darüber hinaus wechselkursbedingte Planungsunsicherheiten für Direktinvestitionen und Transaktionskosten im innereuropäischen Handel beseitigt. Zugleich erleichtert der Euro die Vergleichbarkeit der Preise innerhalb Europas. Als Folge hat sich der Wettbewerb fühlbar intensiviert. Im Zuge der notwendigen Anpassungen der Unternehmen an diese veränderte Situation erfährt der Euroraum mittelfristig positive Wachstumsimpulse.

Die Wirkungen der gemeinsamen Währung sind auf den Finanzmärkten noch viel „greifbarer“, da sie schneller auf neue Bedingungen reagieren. Mit dem Euro ist insbesondere im Bereich öffentlicher Schuldtitel ein umfassender Kapitalmarkt in Europa entstanden. Er erreicht über den gesamten Laufzeitbereich eine den US-Märkten vergleichbare Tiefe und Liquidität, von der Emittenten sowie Anleger gleichermaßen profitieren. Auch die Integration der europäischen Aktienmärkte hat sich beschleunigt, wird aber noch durch rechtliche Unterschiede der national ausgerichteten Börsen sowie unterschiedliche Abwicklungssysteme gehemmt.

In der längerfristigen Perspektive erfordert der Euro in den Volkswirtschaften des Eurogebiets mehr Flexibilität. Dabei ist auf den Fortschritten, die in den 90er Jahren in unterschiedlichem Maße in den Euro-Staaten erreicht wurden, aufzubauen. Die Privatisierung von Staatsbetrieben, die Liberalisierung und Deregulierung von Märkten ist vorangekommen. Der Euro wird hier auch künftig als Katalysator für die notwendigen Reformen wirken. Diejenige Volkswirtschaft, die sich mehr Flexibilität verweigert, wird Nachteile erleiden.

Denn die Europäisierung der nationalen Volkswirtschaften bringt auch für die Wirtschaftspolitiken einen umfassenden Wettbewerb bei der Gestaltung ihrer Standortfaktoren, die sich unter anderem in den jeweiligen Steuer- und Sozialsystemen und den Arbeitsmarktbedingungen manifestieren und auf der europäischen Wirtschaft lasten nach wie vor eine Reihe schwerer Hypothesen: eine hohe strukturelle Arbeitslosigkeit, ein in vielen Ländern überforderter Sozialstaat und die künftigen Belastungen aus der demographischen Entwicklung.

Die Strukturprobleme sind im innereuropäischen Vergleich mit der Euro-Einführung zum Teil sogar deutlicher zutage getreten, da Wechselkurse und Zinssätze nicht mehr als „Puffer“ zwischen den einzelnen Volkswirtschaften zur Verfügung stehen. Eine EU-weite Kooperation im Sinne einer Harmonisierung der Löhne und Sozialstandards kann keine erfolgsversprechende Lösung sein.

Eine Vereinheitlichung beispielsweise der Arbeitsmarktregelungen hätte angesichts der stark divergierenden Arbeitsproduktivitäten fatale Folgen für die Wettbewerbsfähigkeit und damit für Wachstum und Beschäftigung im Wirtschaftsraum Europa. Jedes Land muss

daher die für sich notwendigen Reformen eigenständig und gezielt vornehmen. Die Globalisierung zwingt Europa zwar zu mehr Wettbewerbsfähigkeit, aber nicht zu Uniformität.

In einer Welt mit freiem Kapital- und Güterverkehr wird die internationale Bedeutung einer Währung von den Marktbedingungen, aber auch von politischen Faktoren bestimmt. Im Falle des Euro besteht insbesondere eine Wechselwirkung mit den politisch dringlichen Strukturreformen.

Gleichzeitig werden die Reformen aber mittel- bis langfristig die wirtschaftliche Dynamik und die Attraktivität des Euroraums sowie der gemeinsamen Währung stärken. Ein entscheidender Faktor ist daher die glaubwürdige Verpflichtung der Politik, die notwendigen Veränderungen in Angriff zu nehmen und gleichzeitig die Stabilität des Euro zu wahren. Wie die Währungsgeschichte immer wieder gezeigt hat, ist ein stabiler Binnenwert Voraussetzung dafür, um auf Dauer jenes Vertrauen der internationalen Investoren und Anleger zu gewinnen, das einer Währung auch ihre externe Stabilität verleiht.

Die europäischen Regierungen haben diese Notwendigkeiten erkannt. Auf der Sondertagung des Europäischen Rates in Lissabon im März 2000 wurde ein Maßnahmenkatalog beschlossen, der den Übergang zu einer wettbewerbsfähigen, dynamischen und wissensbasierten Wirtschaft vorbereiten soll.

Angestrebt ist der Abbau noch bestehender Hindernisse im Dienstleistungsbereich sowie die beschleunigte Deregulierung bisher noch staatlich dominierter Versorgungsbereiche. Darüber hinaus soll der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen umgesetzt werden, um Effizienz und Integration der Finanzmärkte weiter zu fördern. Zielvorstellung ist es, bis 2003 einen einheitlichen Wertpapiermarkt und bis 2005 einen einheitlichen Finanzmarkt zu schaffen.

Bei der Umsetzung der dafür erforderlichen Maßnahmen sind bereits einige Erfolge zu verzeichnen. Es bleibt zu hoffen, dass das Mandat fristgerecht erfüllt werden kann. Auch in diesem Bereich wird sich die Europäische Union daran messen lassen müssen, ob sie in der Lage ist, politische Erklärungen in handfeste Maßnahmen umzusetzen.

Die Entwicklung und die Integration der EU sind noch keinesfalls abgeschlossen. Gegenwärtig steht die Gemeinschaft vor zwei großen Herausforderungen: der Politischen Union und der Erweiterung um die Staaten Mittel- und Südosteuropas. Der Euro hat das Potential, über seine identitätsstiftende Wirkung die Bereitschaft zur weiter gehenden Integration zu fördern. Die Währungsunion ist eine irreversible Solidargemeinschaft, die zu Antworten auf die Frage nach der künftigen Gestalt Europas und seiner Institutionen zwingt.

Die Geld- und Währungspolitik wird schon heute flankiert von der „Gemeinsamen Außen- und Sicherheitspolitik“ und der „verbesserten Zusammenarbeit in der Innen- und Rechtspolitik“ der EU. Die Währungsunion ist bereits Teil einer Politischen Union. Sie bedarf jedoch mittelfristig einer zusätzlichen politischen Absicherung. Denn wiederum zeigt die historische Erfahrung, dass normalerweise Staatsgebiet und Währungsgebiet zusammenfallen.

Hier stellt sich die Frage nach dem Ziel der weiteren Integration und nach einer europäischen Verfassung. Jedenfalls sollten nationale

Interessen oder Egoismen und das Stadium der intergouvernementalen Zusammenarbeit bei der Außen- und Sicherheitspolitik sowie der Innen- und Rechtspolitik zugunsten wirklich gemeinsamer Politiken in Europa überwunden werden.

Für die Beitrittskandidaten eröffnet sich die Möglichkeit, in absehbarer Zeit einem der größten und wichtigsten Wirtschaftsräume der Welt anzugehören und an seiner Gestaltung mitwirken zu können. Die Erweiterung wird für die EU und die Beitrittsländer neue Wachstumschancen und Beschäftigungsmöglichkeiten mit sich bringen. Der geographische Geltungsbereich des Euro wird im Zuge des Erweiterungsprozesses ausgedehnt und die internationale Bedeutung des Euro wird mit Sicherheit zunehmen.

Die physische Einführung des Euro könnte seine Verbreitung in Mittel- und Osteuropa bereits zu einem früheren Zeitpunkt fördern. So ist damit zu rechnen, dass die D-Mark, die zur Zeit noch in großem Umfang als Parallelwährung in Mittel- und Osteuropa umläuft, ab dem Jahr 2002 durch den Euro ersetzt wird.

Ist man bereit, die WWU fair zu beurteilen und dabei über die täglichen Ereignisse und die kurzfristige Beurteilung hinaus längerfristige Entwicklungen in die Bewertung einzubeziehen, so stellt man fest: Europa ist von einem tiefgreifenden Veränderungsprozess ergriffen.

Mit dem Konvergenzprozess auf der Grundlage des Maastricht-Vertrages wurde in der Wirtschafts- und Finanzpolitik ein Paradigmenwechsel vollzogen. Daraus resultiert mittelfristig eine Stärkung der Wachstumsgrundlagen im Eurogebiet und damit auch des Euro.

Die EZB hat die schwierige Startphase der Währungsunion gut gemeistert und ihr mittelfristiges Ziel, Preisstabilität zu sichern im Durchschnitt der ersten drei Jahre weitgehend erreicht. Es ist gelungen, die Geldpolitik im Eurogebiet zu entnationalisieren und zu entpolitisieren. Dies hat Vertrauen und Glaubwürdigkeit und damit wichtige Voraussetzungen für die Akzeptanz des Euro geschaffen. Die WWU funktioniert gut.

Die glaubwürdige Stabilitätsorientierung beinhaltet darüber hinaus selbstverstärkende positive Elemente. Beispielsweise wird den Tarifpartnern dadurch ermöglicht, bei den Lohnverhandlungen von stabilitätsorientierten Grundprämissen auszugehen.

Wechselkursanspannungen sind im einheitlichen europäischen Währungsgebiet nicht mehr möglich. Die im Zusammenhang mit externen Schocks immer wieder aufgetretenen Spannungen und Verzerrungen bei den Wechselkursen und die damit einhergehende Ausweitung der Zinsspreads gehören nunmehr der Vergangenheit an. Dieser Vorteil wurde bereits im Herbst 1998 nach der Rußland- und LTCM-Krise spürbar. Auch die Ereignisse während der letzten drei Monate wären auf den europäischen Finanzmärkten ohne Währungsunion wohl kaum ohne größere Verwerfungen abgelaufen.

Der Euro ist ein Reformprogramm für die Volkswirtschaften Europas. Der Erfolg der Währungsunion wird in dem Maße wachsen, wie die Reformaufgaben vor Ort in jedem Lande gelöst werden. Über die notwendigen Strukturreformen werden die wirtschaftliche Dynamik und die Attraktivität des Euroraums sowie die gemeinsame Währung gestärkt.

Der Euro hat das Potential, ein Symbol für die Identifikation mit Europa zu werden und damit sowohl die weitergehende europäische Integration als auch die Erweiterung um die Staaten Mittel- und Südosteuropas zu fördern.

Die Europäer sind auf gutem Wege, die neue europäische Währungsordnung als dauerhafte Stabilitätsgemeinschaft zu etablieren und zu sichern. Wenn wir auf diesem Weg erfolgreich fortfahren, werden die europäischen Volkswirtschaften und der Euro gestärkt aus diesem Prozess hervorgehen.

Sendesperrfrist:
17. Dezember 2001, 17:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident der Deutschen Bundesbank

**Vortrag anlässlich der Abgabe von Euro-Münzpäckchen
in Köln**

am Montag, 17. Dezember 2001

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

noch 14 Tage trennen uns von jenem historischen Ereignis, an dem gemeinsames Bargeld 300 Millionen Menschen in den Euro-Teilnehmerstaaten dauerhaft verbinden wird. Von Helsinki bis Palermo werden die Menschen die gleichen Banknoten und Münzen verwenden.

Heute geben wir in Deutschland mit der Ausgabe der ersten Euro- und Cent-Münzen den Startschuss in das neue Zeitalter. Für 20 D-Mark werden die Starter-Päckchen mit 20 Euro- und Cent-Münzen an den Bankschaltern abgegeben. Bezahlung kann man mit den neuen Münzen allerdings erst ab 1. Januar 2002.

Mit der vorzeitigen Abgabe der Euro- und Cent-Münzen wollen wir den Bürgerinnen und Bürgern Gelegenheit geben, sich mit dem neuen Geld vertraut zu machen. Zudem wollen wir vermeiden, dass es ab dem 1. Januar 2002 zu Engpässen beim Wechselgeld und möglichen Schlangen an den Kassen des Einzelhandels kommt.

Die Nachfrage nach den Münzpäckchen übersteigt inzwischen die ursprünglich von den Banken bestellte Menge von 53,5 Mio. Stück. Deswegen können die Banken noch einmal bis zu einer Milliarde Münzen vor dem Jahresende herausgeben, entweder lose oder in Starter-Päckchen verpackt.

Die große Nachfrage nach den neuen Münzen ist für mich auch ein Zeichen dafür, dass sich der Euro zunehmender Beliebtheit zu erfreuen scheint. Meine These war immer: Wenn man den Euro erst einmal anfassen kann, dann werden sich auch die Euro-Skeptiker schnell mit dem neuen Geld anfreunden.

Euro-Banknoten werden nicht vorzeitig an die Bürgerinnen und Bürger abgegeben. Euro-Banknoten werden ab 1. Januar 2002 flächendeckend an den Geldausgabeautomaten erhältlich sein. Wir gehen davon aus, dass bereits am Neujahrstag vermutlich fast alle Geldausgabeautomaten in Deutschland auf Euro umgestellt sein werden. Außerdem haben bereits etliche Banken angekündigt, dass sie am 1. Januar 2002 zumindest für einige Stunden ihre Kassenschalter für das Publikum öffnen werden. Auch die Zweiganstalten der Deutschen Bundesbank werden am Silvester- und Neujahrstag im Bedarfsfall für ihre Kunden zur Verfügung stehen.

Niemand muss also befürchten, dass er nicht rechtzeitig an das neue Euro-Bargeld herankommt.

In diesem Zusammenhang möchte ich darauf hinweisen, dass das D-Mark-Bargeld zum 1. Januar 2002 zwar seine Eigenschaft als gesetzliches Zahlungsmittel verliert, die Verbraucher D-Mark-Banknoten und -Münzen jedoch parallel zum Euro-Bargeld noch bis zum 28. Februar 2002 im Rahmen der sog. modifizierten Stichtagsregelung verwenden können. Der Handel wird allerdings ab dem 1. Januar 2002 Wechselgeld grundsätzlich nur noch in Euro und Cent herausgeben.

Durch einen verstärkten Gebrauch von ec-, Geld- und Kreditkarten beim Bezahlen kann man sich und dem Handel den Übergang noch leichter machen. Selbstverständlich kann DM-Bargeld auch bis zum 28. Februar 2002 bei Kreditinstituten eingezahlt und in Euro getauscht werden. Und auch diejenigen, die nach dem 28. Februar noch D-Mark haben, brauchen sich nicht zu sorgen: Die Bundesbank mit ihren Landeszentralbanken garantiert einen kostenfreien, unbefristeten und unbegrenzten Umtausch von D-Mark in Euro.

Dem bevorstehenden Euro-Bargeldübergang können wir gelassen entgegensehen, denn mit unseren Vorbereitungen sind wir gut vorangekommen. Das war keine leichte Aufgabe, denn die Einführung des Euro-Bargeldes ist in seiner logistischen Dimension ohne Vergleich:

Insgesamt wurden europaweit 14,9 Mrd. Banknoten im Wert von ca. 633 Milliarden Euro hergestellt. Auf Deutschland entfällt mit 4,8 Milliarden Banknoten das größte Kontingent.

Auch bei den Euro-Münzen müssen gewaltige Mengen gestemmt werden: 52 Milliarden Euro-Münzen im Wert von ca. 16 Milliarden Euro wurden geprägt. In Deutschland sind es ca. 17 Milliarden Münzen mit einem Gesamtgewicht von 72.500 t, die da bewegt werden müssen.

Die Ausgabe des neuen Euro-Bargeldes ist allerdings nur eine Seite der Umtauschaktion. Gleichzeitig muss auch das D-Mark-Bargeld eingesammelt und zurückgebracht werden. Hier ist allerdings in den letzten Monaten schon ein erheblicher Teil zurückgeflossen, nicht zuletzt dank der erfolgreichen „Schlafmünzen-Aktion“, die die Bundesbank zusammen mit dem Kreditgewerbe durchgeführt hat. Bis Ende November sind mehr als acht Milliarden DM-Münzen zur Bundesbank zurückgeflossen. Dies entspricht knapp einem Drittel der überhaupt zurückerwarteten DM-Münzen. Die vorzeitige Rückgabe von gehorteten DM-Beständen hat zu einer zeitlichen Entzerrung der Bargeldbewegungen beigetragen und wird den Übergang erleichtern.

III

Ein großer Teil des Euro-Bargeldes ist bereits flächendeckend im Rahmen der Vorabausstattung (Frontloading) an die Kreditinstitute und ihre Geschäftskunden (Sub-Frontloading) abgegeben worden.

Die Kreditinstitute haben sich in den vergangenen Wochen in beträchtlichem Umfang mit Euro-Bargeld versorgt. Die im Rahmen der Vorabausstattung bestellten Euro-Münzen sind bereits zu 100%, die Euro-Banknoten zu über 70% bei den Zweiganstalten der Bundesbank abgeholt worden und zu einem großen Teil bereits an den Einzelhandel abgegeben worden.

Die Vorabausstattung lief bisher weitgehend reibungslos und sicher ab. Im zweiten Halbjahr 2001 ist die Zahl der Angriffe auf Geld- und Werttransporte sowie Überfälle auf Geldinstitute und Poststellen gegenüber dem 1. Halbjahr bisher sogar zurückgegangen.

Neben der Bewältigung der logistischen Herausforderung setzt ein reibungsloser Übergang zum Euro-Bargeld eine umfassende Information der Öffentlichkeit sowie aller Wirtschaftsakteure voraus.

Deshalb führte die Europäische Zentralbank (EZB) zusammen mit den nationalen Notenbanken des Eurosysteams eine breit angelegte Informations- und Aufklärungskampagne durch, um die Bevölkerung umfassend auf den Euro-Übergang vorzubereiten.

Neben der Information über die Gestaltungs- und Sicherheitsmerkmale des neuen Bargeldes kommt es vor allem darauf an, den Übergangsprozess transparent zu machen.

Seit September läuft europaweit die einheitliche Medienkampagne der Europäischen Zentralbank und der nationalen Notenbanken zur Information der

Öffentlichkeit. In TV-Spots sowie in Anzeigen wird die Bevölkerung mit dem neuen Euro-Bargeld, den Sicherheitsmerkmalen und den Umstellungsmodalitäten vertraut gemacht. Darüber hinaus sind in Deutschland mehr als 100 Millionen Faltblätter, Poster und Informationsbroschüren durch die Bundesbank an die Bürgerinnen und Bürger verteilt worden.

Auch die EU, die Bundesregierung, die Kreditwirtschaft, Verbände und Unternehmen und vor allen Dingen auch die Medien haben mit ihren Euro-Informationen einen wesentlichen Beitrag zur Aufklärung der Bevölkerung über die Euro-Bargeldeinführung geleistet.

All diese Maßnahmen haben dazu beigetragen, dass sich der Wissensstand der Bevölkerung hinsichtlich der Euro-Einführung in den letzten Monaten deutlich verbessert hat. Eine Ende November abgeschlossene Umfrage im Regierungsauftrag hat ergeben, dass sich 72% der Befragten gut informiert fühlten, 89% konnten "so ungefähr" den Umrechnungswert benennen. Immerhin glauben mittlerweile 52 Prozent der Befragten an den Erfolg der neuen Währung. Ich gehe allerdings davon aus, dass sich insbesondere der letzte Wert in den kommenden Monaten weiter verbessern wird. Mit dem Anstieg der Vertrautheit des Euro-Bargeldes wird auch das Vertrauen in die gemeinsame Währung wachsen.

Mit dem bisherigen Verlauf der Vorbereitungsarbeiten zur Euro-Bargeldeinführung können wir mehr als zufrieden sein. Die gesetzten Ziele und Vorgaben konnten z.T. reibungsloser umgesetzt werden als wir selbst angenommen haben. Dem kommenden Übergang zum Euro-Bargeld können wir daher gelassen entgegensehen.

Kleinere Probleme können gleichwohl nicht ganz ausgeschlossen werden, da trotz aller Vorsorge Engpässe oder Schlangen vor Bankschaltern in dem einen oder anderen Fall nicht zu vermeiden sein werden. Alles kann man bei einem

so großen Projekt nicht voraussagen und im Detail planen. Hier werden pragmatische Lösungen vor Ort gefragt sein.

Dass diese gewaltige logistische Herausforderung so gut gemeistert werden konnte, ist nicht zuletzt der breiten Unterstützung und der konstruktiven Zusammenarbeit mit den Banken, dem Handel, staatlichen Einrichtungen und vielen anderen Institutionen und Unternehmen zu verdanken, die sich für das Projekt Euro aktiv eingesetzt haben.

Allen Beteiligten möchte ich dafür herzlich danken. Ganz besonders gilt mein Dank all jenen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern, die unmittelbar in die Vorbereitungsarbeiten für die Euro-Umstellung involviert waren. Viele von ihnen mussten z.T. erhebliche Zusatzbelastungen auf sich nehmen und viele Überstunden leisten. Dies ist ja keineswegs eine Selbstverständlichkeit. Umso mehr ist dieser Einsatz zu würdigen. Sie alle haben dazu beigetragen, dass dieses Jahrhundertprojekt reibungslos bewältigt werden konnte.

IV

Durch die Einführung des Euro-Bargeldes wird sich für Banken und Wirtschaft im Grunde nicht allzu viel ändern, denn der Euro ist seit fast drei Jahren Realität. Seither hat sich der Euro in vielen Bereichen bereits fest etabliert.

An den Börsen gibt es fast nur noch Euro-Notierungen, und in den Geschäften sind die Preise ebenso doppelt ausgezeichnet wie die Beträge auf den Kontoauszügen der Banken. Mit der Einführung des Euro-Bargeldes am 1. Januar 2002 endet die dreijährige Übergangsphase und der Euro ist in Deutschland das alleinige gesetzliche Zahlungsmittel.

Vielen Deutschen fällt der Abschied von der D-Mark nicht leicht, denn die Geschichte der D-Mark war eine Erfolgsgeschichte über mehr als fünf

Jahrzehnte hinweg. Sie war nicht nur ein Symbol für Geldwertstabilität, sondern auch ein Symbol für den Wiederaufstieg Deutschlands zu einer der führenden Wirtschaftsnationen der Welt.

Doch der Abschied von der D-Mark bedeutet keineswegs, dass wir uns von bewährten Erfahrungen und Traditionen trennen müssen. Die positiven Erfahrungen mit der D-Mark und der Stabilitätspolitik der Bundesbank haben bei der Konstruktion des Europäischen Systems der Zentralbanken eine wichtige Rolle gespielt: Preisstabilität als oberstes Ziel, garantiert durch eine von politischem Einfluss unabhängige Zentralbank, deren Politik mittelfristig ausgerichtet ist.

Der Europäische Zentralbankrat hat das Ziel der Preisstabilität als Anstieg des so genannten Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HIVP) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr definiert. Wenn wir auf die vergangenen drei Jahre zurückblicken, in denen der Europäische Zentralbankrat die geldpolitische Verantwortung für die 12 Euro-Teilnehmerstaaten getragen hat, dann war das ein sehr erfolgreicher Start. Die durchschnittliche Inflationsrate, gemessen am HIVP, lag mit weniger als zwei Prozent seit der Euro-Einführung sogar unter dem langjährigen Durchschnittswert der D-Mark mit etwa 2,8 Prozent.

Und wenn Bundeskanzler Gerhard Schröder in der letzten Woche in Berlin bei der Übergabe der ersten Starter-Kits an Regierungsmitglieder betonte, dass an der Stabilität dieser Währung nicht gezweifelt werden kann, weil dahinter die wachsende europäische Wirtschaftskraft steht, dann kann ich dies nur nachdrücklich unterstreichen.

Der stabile Euro wird sich positiv auf die Entwicklung in Europa auswirken, weil er im Vergleich zu den nationalen Währungen eine ganze Reihe von Vorteilen aufweist:

Die Euro-Einführung ist kein Verlust an nationaler Souveränität, sondern ein Gewinn an Handlungsfähigkeit. Größere Wirtschaftsräume bedeuten letztlich eine bessere Wettbewerbsfähigkeit und mehr Chancen für Absatz und Beschäftigung.

Der größere Währungsraum bewirkt zugleich eine gesunkene Abhängigkeit von weltwirtschaftlichen Entwicklungen. Ihre Auswirkungen auf die Binnenwirtschaft werden abgedämpft.

Der Euro fördert die Integration der Kapitalmärkte in den Ländern des Euroraums. Dadurch werden finanzielle Ressourcen effizienter eingesetzt, Finanzdienstleistungen in größerem Umfang angeboten und der Wettbewerb um Investitionen belebt sich. Die größere Vielfalt an Finanzprodukten wird die Kapitalmärkte der Länder des Euro-Gebietes für Investoren aus anderen Währungsgebieten attraktiver machen.

Der Wegfall der Wechselkursrisiken zwischen nationalen Währungen erleichtert Investitionen in Ländern des Euroraums, weil die Renditen nicht mehr von Wechselkursschwankungen oder Leitkursanpassungen abhängen. Das gibt den Unternehmen mehr Planungssicherheit und eine verlässlichere Kalkulationsgrundlage.

Das Reisen innerhalb des Euro-Raums wird für jeden Einzelnen erleichtert, da er keine Währungen mehr umtauschen muss; das wird auch das Reisebudget unmittelbar erhöhen, da die Umtauschkosten entfallen.

Die Preise sind ab 1. Januar 2002 in allen Teilnehmerländern nur noch in Euro angegeben. Damit werden Preise für Unternehmen und Konsumenten direkt vergleichbar und somit die Suche nach den günstigsten Anbietern im Euro-Währungsgebiet erleichtert. Der Verbraucher wird dies spüren, da sich die höhere Wettbewerbsintensität letztlich auch durch günstigere Preise bemerkbar macht.

Insofern halte ich Befürchtungen, wonach es durch die Euro-Bargeldeinführung zu Preissteigerungen auf breiter Front kommt, für übertrieben. Sicherlich wird die Euro-Bargeldeinführung von dem einen oder anderen auch für zusätzliche Preissteigerungen genutzt werden. In einer marktwirtschaftlichen Ordnung bleiben auch in Euro denominierte Preise das Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Grundsätzlich ist aber davon auszugehen, dass sowohl die Privatwirtschaft wie auch die öffentliche Hand die Umstellung auf den Euro nicht für Preissteigerungen nutzen wird. Letztere wird durch die Preismumstellung insgesamt sogar ca. 400 Mio. Euro weniger einnehmen, weil überwiegend zu Gunsten der Bürger gerundet wird.

Die Deutsche Bundesbank und das Statistische Bundesamt beobachten die Preisdynamik auf Grund der Umstellung von DM- auf Euro-Preise in gesonderten Untersuchungen. Nach ersten Auswertungen konnten wir feststellen, dass ca. ein Zehntel der bisher beobachteten Preissteigerungen Euro-induziert waren. Für ein abschließendes Urteil über den Einfluss der Euro-Bargeldeinführung auf die Preise ist es zwar noch zu früh.

Allerdings: Die Inflationsrate hat im November die Marke von zwei Prozent nach unten durchschritten und war mit 1,7 Prozent so niedrig wie seit mehr als einem Jahr nicht mehr. Dieser Trend dürfte auch in den kommenden Wochen allein schon aus konjunkturellen Gründen anhalten. Vor diesem Hintergrund und aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität im Einzelhandel gehe ich davon aus, dass für einzelne Anbieter wenig Spielräume bestehen, die Preise in Euro nachhaltig zu erhöhen.

Letztlich entscheiden die Verbraucher darüber, ob sich Preiserhöhungen durchsetzen lassen oder nicht. Deshalb empfehle ich den Verbrauchern gerade in den kommenden Wochen, besonders genau auf die Preise zu achten und Vergleiche anzustellen.

Natürlich wird die Euro-Bargeldeinführung auch mit zusätzlichen Kosten verbunden sein, wobei die Schätzungen hierüber sehr beträchtlich auseinander gehen. Deswegen möchte ich hier keine neuen Schätzungen anstellen. Die Umstellungskosten entstehen nicht nur bei Notenbanken und Kreditinstituten, die beim Euro-Bargeldtausch ganz unmittelbar betroffen sind. Auch der Einzelhandel, die Automatenindustrie und viele andere Wirtschaftsbereiche werden durch die Umstellung z.T. erheblich belastet. Hier gilt der Grundsatz, dass jeder die Umstellungskosten in seinem Bereich selbst zu tragen hat, auch wenn das für viele sicherlich nicht immer leicht zu verkraften ist.

Man kann in diesem Zusammenhang aber nicht nur die Kostenseite betrachten. Man muss auch berücksichtigen, dass die Euro-Bargeldeinführung auch zu Entlastungen führt, etwa durch den Wegfall von Umtausch- und Kurssicherungskosten innerhalb des Euro-Gebietes.

Diese Entlastungen werden von Dauer sein, während die Euro-Einführungskosten nur einmalig anfallen. Das wird bei den Berechnungen in der Regel nicht berücksichtigt.

V

Die Euro-Bargeldeinführung auf eine Nutzen-, Kostenanalyse zu beschränken wäre sicher zu kurz gegriffen.

Der Euro, und vor allem auch das Euro-Bargeld, wird eine Klammer in Europa bilden, die die Bürger - trotz unterschiedlicher Sprachen und Kulturen - zusammenführt und hilft, eine europäische Identität zu finden. Er ist auf vielen Gebieten ein Katalysator, eine reformtreibende Kraft und bewirkt auch das Zusammenwachsen in Europa.

Mit dem Euro haben wir in Europa ein historisches Projekt auf den Weg gebracht, das Europa bereits verändert hat und zu einem weiteren

tiefgreifenden Wandel führen wird. Diese Veränderungen werden nicht nur ökonomisch spürbar werden, sondern auch politische Auswirkungen haben.

Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit.

* * *