

## Berichte aus dem Forschungszentrum

Das Volkswirtschaftliche Forschungszentrum veranstaltet regelmäßig Konferenzen. In Zukunft wird darüber in den Monatsberichten in einer neuen Rubrik berichtet. Diese Rubrik wird mit einem Aufsatz über eine Konferenz zur Osterweiterung der EU begonnen. Außerdem wird in diesem neuen Teil des Monatsberichts eine Zusammenfassung ausgewählter Diskussionspapiere erscheinen, die im Forschungszentrum entstanden sind. Dabei sollen vor allem solche Arbeiten vorgestellt werden, auf die nicht ohnehin im Rahmen von Monatsberichtsartikeln aufmerksam gemacht wird, bei denen aber dennoch ein breiteres Interesse in der Öffentlichkeit vermutet werden kann. Diese Papiere spiegeln die persönlichen Auffassungen der jeweiligen Autoren wider. Sie entsprechen nicht notwendigerweise der Meinung der Bundesbank.

Wie soll der Weg zur E(W)U geebnet werden? Die monetäre Seite des Erweiterungsprozesses (und die notwendige Unterstützung durch die Fiskalpolitik)

---

Vor einem Jahr hat der Europäische Rat beschlossen, dass ein Dialog zwischen der Europäischen Union und den Beitrittsländern in Gang gesetzt werden soll. Dieser Meinungsaustausch soll dazu dienen, größere Klarheit darüber zu gewinnen, wie sich die Beteiligten den Weg zur EU und zum Euro vorstellen. Vor

diesem Hintergrund hat das Forschungszentrum der Bundesbank zusammen mit der Ungarischen Nationalbank und dem Center for Financial Studies an der Universität Frankfurt Ende Oktober eine Konferenz veranstaltet. Dieses Treffen war insbesondere Fragen des monetären Umfelds dieses Beitrittsprozesses gewidmet. An der Konferenz nahmen sowohl Akademiker als auch Volkswirte und Entscheidungsträger aus den beteiligten Ländern teil.

*Themenschwerpunkte der Konferenz*

Das Konferenzprogramm setzte vier Schwerpunkte (vgl. die Übersicht auf S. 81):

- Welches Wechselkursregime erscheint am besten geeignet, den Konvergenzprozess in den Beitrittsländern in den kommenden Jahren zu fördern?
- Welche geldpolitische Strategie sollen diese Länder wählen?
- Wie haben sich die Finanzsysteme in den Beitrittsländern entwickelt und wie sind die weiteren Aussichten?
- Welchen Herausforderungen werden sich die Finanzpolitiken in den Beitrittsländern in den kommenden Jahren gegenübersehen?

Die Veranstaltung hat gezeigt, dass sich hinsichtlich einer ganzen Reihe von Problemen die Meinungen nicht sehr unterscheiden. Allgemein wurden die großen Fortschritte im Transformationsprozess hervorgehoben. Wenig Divergenzen wurden auch hinsichtlich der Bedeutung einiger Kernelemente des Trans-

formationsprozesses, wie die der Privatisierung und Liberalisierung der Wirtschaft und insbesondere der Finanzmärkte, sichtbar. Auf anderen Gebieten besteht aber offenbar noch erheblicher Diskussionsbedarf. Das betrifft insbesondere die Frage, wie schnell diese Länder einen Beitritt zum neuen Wechselkursmechanismus (WKM II) anstreben sollen, und wann dann die Europäische Währung in diesen Ländern eingeführt werden kann.

In der vergangenen Dekade ist die Wahl der Transformationsländer hinsichtlich ihrer Wechselkursregime recht unterschiedlich ausgefallen. Die ganze Spannweite von flexiblen Wechselkursen über Systeme, in den die Wechselkurse in einem Band schwanken können, bis zu so genannten Currency Boards war zu beobachten. Viele Länder haben auch ihre Wechselkursregime im Zeitverlauf verändert. Trotz dieser Vielfalt waren die makroökonomischen Ergebnisse in diesen Ländern vergleichsweise ähnlich. Das gilt insbesondere für die insgesamt erfolgreiche Rückführung der sehr hohen Inflationsraten zu Beginn der neunziger Jahre. Dies verdeutlicht, dass im vergangenen Jahrzehnt die Reform auf der mikroökonomischen Ebene der Institutionen und Märkte Vorrang hatte. Mit der nun erreichten Annäherung an die Strukturen von Marktwirtschaften nach westlichem Muster ist allerdings damit zu rechnen, dass in Zukunft die Makropolitik einschließlich der Wahl des Wechselkursregimes stärker im Vordergrund des Interesses stehen wird.

Es bestand unter den Konferenzteilnehmern keine Einigung darüber, wie von der Seite der Wechselkurse her der Konvergenzprozess am

*Die Suche nach dem geeigneten Wechselkursregime*

## How to Pave the Road to E(M)U: The Monetary Side of the Enlargement Process (and its Fiscal Support) \*)

Programm der Konferenz am 26. und 27. Oktober 2001

### **Introductory Remarks by Ernst Welteke and Zsigmond Járαι**

#### **The Transition Process after 10 Years: Achievements and Challenges Ahead**

Jean Lemierre (EBRD)

#### **Sustainable Regimes of Capital Movements in Ac- cession Countries**

David Begg (Birkbeck College), Barry Eichengreen (University of California), László Halpern (Ungarische Akademie der Wissenschaften), Jürgen von Hagen (Universität Bonn), Charles Wyplosz (GII, Genf)  
Diskutant: Beatrice Weder (Universität Mainz)

#### **Exchange Rate Regime Choice and Consequences**

Holger Wolf (George Washington University)  
Diskutant: Roland Vaubel (Universität Mannheim)

#### **The Repercussions of EU-Enlargement for the Equilibrium Value of the Euro**

Jerome Stein (Brown University)  
Diskutant: Palle Andersen (BIZ)

#### **Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World**

Thorsten Beck (Weltbank)  
Diskutant: Charles Wyplosz (GII, Genf)

#### **On Booms and Crashes: Financial Liberalization and Stock Market Cycles**

Graciella Kaminsky (George Washington University), Sergio Schmukler (Weltbank)  
Diskutant: Joseph Bisignano (BIZ)

#### **The Financial System in the Czech Republic, Hung- ary and Poland after the first Decade of Transition**

Thomas Reininger, Franz Schardax, Martin Summer (Oesterreichische Nationalbank)  
Diskutant: György Szapáry (Ungarische Nationalbank)

#### **Short Term Capital, Economic Transformation and EU Accession**

Claudia Buch (Universität Kiel), Lusine Lusinyan (European University Institute)  
Diskutant: Marko Skreb (IWF Berater, Albanische Zentralbank)

### **Central Banking and the Choice of Currency Regime in Accession Countries**

Willem Buiters, Clemens Grafe (EBRD)  
Diskutant: Richard Portes (London Business School, CEPR)

### **Pitfalls in the European Enlargement Process – Challenges for Monetary Policy**

Helmut Wagner (Universität Hagen)  
Diskutant: Gerhard Illing (Universität München)

### **Monetary Convergence of the EU Candidates to the Euro: Theoretical Framework and Policy Implica- tions**

Lucjan T. Orłowski (Sacred Heart University)  
Diskutant: Willy Friedmann (Deutsche Bundesbank)

### **Fiscal Challenges and Macroeconomic Stability in the Accession Countries**

C. Maxwell Watson (IWF)  
Diskutant: André Sapir (Europäische Kommission, Université Libre de Bruxelles)

### **Fiscal Foundations of Convergence to European Union in Pre-Accession Transition Countries**

László Halpern (Ungarische Akademie der Wissenschaften, CEPR)  
Judit Neményi (Financial Research Ltd.)  
Diskutant: José Marin (Europäische Zentralbank)

### **Podiumsdiskussion: What are the Open Questions and What Did We Learn from the Conference?**

Teilnehmer: Mitja Gaspari (Slowenische Zentralbank)  
Zsigmond Járαι (Ungarische Nationalbank)  
Klaus Regling (Europäische Kommission)  
Jürgen Stark (Deutsche Bundesbank)  
Zdenek Tuma (Tschechische Nationalbank)

\* Die Konferenz wurde in englischer Sprache abgehalten.

besten zu bewältigen sei. Das Spektrum der Meinungen reichte von der Vorstellung, dass zumindest eine Reihe mittel- und osteuropäischer Länder möglichst schnell dem WKM II beitreten sollten und dann auch die Phase bis zum Eintritt in die Währungsunion möglichst kurz ausfallen solle, bis zu der Vorstellung, dass diese Länder sich noch für eine Reihe von Jahren die Flexibilität ihrer Wechselkurse erhalten sollten. Die damit verbundene Freiheit soll insbesondere dazu genutzt werden, den realen Konvergenzprozess voranzubringen. Auch die Zeit im WKM II solle in dieser Weise genutzt werden. Von einigen Forschern wurde eine Lösung favorisiert, bei denen Beitrittsländer einseitig – und vor dem Eintritt in die Währungsunion – dem Euro den Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels einräumen. Diesem Vorschlag wurde aber widersprochen. Die Auffassungsunterschiede sind auf eine Reihe von unterschiedliche Einschätzungen zurückzuführen. Zum einen besteht keine einheitliche Meinung darüber, ob nur „extreme“ Wechselkursregime, wie ein freies Floaten auf der einen Seite oder ein rigides, institutionell abgesichertes Fixieren der Wechselkurse, stabil sein können, oder ob auch Zwischenlösungen Erfolg versprechen. Unterschiedlich ist auch die Einschätzung darüber, ob Beitrittsländer schon bald mit den Ländern der Euro-Zone einen optimalen Währungsraum bilden, was feste Wechselkurse als sinnvoll erscheinen ließe, oder zum Beispiel asymmetrische Schocks eine ernste Gefahr darstellen, die Flexibilität bei den Wechselkursen erfordern.

Einige Bedeutung kommt in dieser Diskussion der Frage zu, inwieweit damit gerechnet wer-

den muss, dass kurzfristige Kapitalzu- und abflüsse eine Wechselkursstrategie in den kommenden Jahren erschweren werden. In der Konferenz wurden empirische Befunde vorgetragen, die darauf hindeuten, dass künftig mit verstärkten kurzfristigen Kapitalzuströmen in die Beitrittsländer zu rechnen ist, die sich dann bei veränderten Bedingungen aber auch schnell wieder umkehren können. Die Erfahrung lehrt jedenfalls, dass in entwickelten Volkswirtschaften, mit einem modernen Finanzsystem, kurzfristige Kapitalströme von größerer Bedeutung sind als man dies heute noch in Osteuropa beobachtet. Ein solches Szenario weist auf potenzielle Probleme hin, auf die vor allem auch die Wirtschaftspolitik in diesen Ländern vorbereitet sein muss.

Aufmerksamkeit wurde in der Diskussion auch dem Balassa-Samuelson-Effekt gewidmet. Danach neigen Länder im Aufholprozess zu relativ hohen Preissteigerungen bei nicht handelbaren Gütern, wodurch sich im Ergebnis ihre Währungen real aufwerten. Es ist aber unsicher, wie stark dieser Effekt in Zukunft ins Gewicht fallen wird. Überdies tritt er nur unter bestimmten Bedingungen auf, und es gibt durchaus Möglichkeiten der Wirtschaftspolitik, dem entgegenzuwirken. Dennoch wurde diskutiert, ob ein solcher Effekt Modifikationen bei den Konvergenzkriterien des Vertrags von Maastricht rechtfertigt beziehungsweise ob aus solchen Gründen ein schneller Beitritt zur Währungsunion nicht in Frage kommt.

Obwohl die Konferenz in erster Linie den möglichen Herausforderungen in den Bei-

trittsländern gewidmet war, hat der Beitritt selbstverständlich auch vielfache Konsequenzen für die Volkswirtschaften, die heute schon in der Währungsunion sind. Die Konvergenzkriterien des Vertrags von Maastricht sollen zum Beispiel als ein Schutz dienen, damit die Stabilitätspolitik durch eine Erweiterung nicht unterminiert wird. Eine mögliche Folge der Erweiterung ist, dass sich der Gleichgewichtskurs des Euro gegenüber Drittwährungen für eine erweiterte Währungszone anders darstellen kann als für die heutige Währungsunion. Das in der Konferenz vorgestellte NATREX-Modell zur Beschreibung des Gleichgewichtswertes für die realen Wechselkurse liefert einen Rahmen für entsprechende Analysen. Danach ist es zum Beispiel für die langfristigen Wechselkurseffekte von Bedeutung, ob der Beitritt zu höherem Wachstum in Europa führen wird (wodurch eine tendenzielle Aufwertung begünstigt würde) und ob der Investitionsbedarf im erweiterten Europa nur durch den verstärkten Einsatz von Ersparnissen aus Drittländern finanziert werden kann (mit eher negativen Folgen für den Wechselkurs).

*Geldpolitische  
Strategie*

Die Wahl des Wechselkursregimes ist auch von grundlegender Bedeutung für die Geldpolitik in diesen Volkswirtschaften. Solange die Länder zumindest eine gewisse Flexibilität in ihren Wechselkursen zulassen, müssen sich die Notenbanken für eine eigenständige geldpolitische Strategie entscheiden. Viele dieser Volkswirtschaften sind vergleichsweise klein und die Ex- und Importe haben ein großes Gewicht. Der Entwicklung ihres Wechselkurses und seinen Folgen werden diese Länder deshalb immer Beachtung schenken müssen.

In welche geldpolitische Strategie dies eingebettet wird, ist eine offene Frage. Während der Konferenz wurde insbesondere auf die Möglichkeit der Strategie einer mittelfristigen Inflationsprognosesteuerung eingegangen. Es ist allerdings offensichtlich, dass angesichts der begrenzten Erfahrung aus der Vergangenheit und des raschen Wandels in diesen Ländern jede vorausschauende geldpolitische Strategie sich Problemen gegenüber sieht.

Für den künftigen Weg zur Erweiterung der EU beziehungsweise der EWU ist das Finanzsystem der Beitrittsländer aus verschiedenen Gründen von wesentlicher Bedeutung. Die internationale Erfahrung zeigt, dass zu einer sich gut entwickelnden Volkswirtschaft ein gut funktionierendes Finanzsystem gehört. Es kann auch wesentlich dazu beitragen, dass eine Volkswirtschaft Schocks mit möglichst geringen Kosten abfedern kann. Schließlich ist auch eine effiziente Geldpolitik darauf angewiesen, dass sie über entwickelte Finanzmärkte und Finanzinstitute auf die Wirtschaft einwirken kann. Während der Konferenz wurden Merkmale diskutiert, durch die sich international bewährte Systeme auszeichnen. Wettbewerblich organisierte, liberale Finanzsysteme – allerdings mit klar definierten gesetzlichen Rahmenwerken und effektiven Aufsichtsstrukturen – sind erfahrungsgemäß eine gute Basis für eine prosperierende Volkswirtschaft. Dabei kommt es weniger darauf an, ob sich ein System eher auf Banken oder eher auf Finanzmärkte stützt. Wichtiger ist, dass die Marktkräfte zum Zuge kommen können. So haben sich staatliche Banken bei der Aufgabe, die wirtschaftliche Entwicklung zu fördern, oft schwer getan.

*Bedeutung der  
Finanzsysteme  
in Osteuropa*

Zum Teil wird die Liberalisierung von Finanzsystemen zurückgestellt oder nur sehr vorsichtig betrieben, weil befürchtet wird, dass hierdurch die Krisenanfälligkeit gefördert wird. Eine empirische Studie, für die eine Vielzahl von Industrie- und Entwicklungsländern untersucht wurden, kommt mit Blick auf die Liberalisierung zu dem Schluss, dass zwar unmittelbar nach dem Abbau staatlicher Kontrollen die Volatilität an den Aktienmärkten zunehmen kann, dass aber liberalisierte Aktienmärkte an sich nicht krisenanfälliger, sondern stabiler sind.

Vor diesem Hintergrund sind die Finanzsysteme in Polen, Ungarn und der Tschechischen Republik intensiv analysiert worden. In allen drei Ländern waren, bei Unterschieden im Detail, in der letzten Dekade große Fortschritte zu beobachten. Die Privatisierung und das Engagement ausländischer Kreditinstitute in diesen Ländern hat hier eine positive Rolle gespielt. Allerdings sind, gemessen an einer Reihe von Indikatoren, noch nicht die Standards westlicher Industrieländer erreicht. Das gilt für die Bedeutung von Bankkrediten und mehr noch für die Unternehmensfinanzierung über die Kapitalmärkte. Man muss in diesem Zusammenhang allerdings auf die besondere Struktur in diesen Ländern hinweisen. Insbesondere werden viele Direktinvestitionen, die von großer Bedeutung sind, über ausländische Banken finanziert. Weiterhin scheint die Effizienz der Finanzinstitute in den Beitrittsländern oft noch unterdurchschnittlich. Schließlich können Mängel in der Rechtssicherheit einer Intensivierung der Finanzbeziehungen entgegenstehen. Zwar sind die gesetzlichen Grundlagen meistens gegeben, es

gibt aber Hinweise darauf, dass die Durchsetzung von Rechtsansprüchen nicht immer befriedigend geregelt ist.

Eine besondere Herausforderung kommt in den nächsten Jahren auf die Finanzpolitik der Länder in Mittel- und Osteuropa zu. Zwar sind die Daten für staatliche Defizite und Schuldenstände oft günstiger als dies bei einigen Mitgliedsländern der Euro-Zone in der Vorbereitungsphase zur Währungsunion der Fall war. Dennoch sind in der Konferenz einige Warnmarken aufgestellt worden. Zum einen ist zu bedenken, dass oft noch Belastungen aus Nebenhaushalten bestehen, die in den offiziellen Zahlen zu den öffentlichen Finanzen noch nicht berücksichtigt sind. Dies gilt etwa als Folge der notwendigen Sanierung von Kreditinstituten mit Problemerkrediten. Wichtiger erscheint aber, dass diese Länder sich einem hohen Nachholbedarf bei Infrastrukturinvestitionen gegenübersehen und es deshalb sehr darauf ankommt, die richtigen Prioritäten zu setzen. Dafür sind angemessene politische Entscheidungsstrukturen erforderlich. Bei den Entscheidungen über staatliche Einnahmen und Ausgaben wird es vordringlich sein, darauf zu achten, dass die Wachstumskräfte gestärkt werden. Diese Staaten müssen auch deshalb besonderen Ehrgeiz zeigen, wenn es um Effizienz und Sparsamkeit in ihrer Fiskalpolitik geht, weil sie in hohem Maß von der Investitionsbereitschaft und dem Vertrauen des Auslands abhängen.

Die Konferenz dürfte dazu beigetragen haben, das Bewusstsein für die anstehenden Probleme im Beitrittsprozess zu schärfen. Der

*Finanzpolitik  
vor großen  
Herausforderungen*

Dialog zwischen Akademikern aus den Universitäten und den Vertretern aus den beteiligten Institutionen wurde ebenso gefördert wie der zwischen den Teilnehmern aus Ost-

und Westeuropa. Die Veranstaltung hat deutlich gemacht, wie wichtig es ist, dass dieser Meinungsaustausch in den kommenden Jahren fortgesetzt wird.