



ECB OBSERVER

Analyses of the monetary policy of
the System of European Central Banks

Press Statement:

10 Argumente gegen eine Euro-US-Dollar- Wechselkursmanipulation

25. November 2003

Professor Dr. Ansgar Belke
Universität Hohenheim
belke@uni-hohenheim.de

Professor Dr. Wim Kösters
Ruhr-Universität Bochum
wim.koesters@ruhr-uni-bochum.de

Professor Dr. Martin Leschke
Universität Bayreuth
martin.leschke@uni-bayreuth.de

Honorarprofessor Dr. Thorsten Polleit
Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt
polleit@hfb.de

10 Argumente gegen eine Euro-Dollar-Wechselkursmanipulation zur Bekämpfung der Konjunkturflaute im Euroraum

ZUSAMMENFASSUNG: *Der Euro hat ein Allzeithoch gegenüber dem US-Dollar erreicht. Nun werden Sorgen vor dämpfenden Effekten für die Konjunktur im Euroraum laut. Die Europäische Zentralbank (EZB) solle, so ist zu hören, auf dem Devisenmarkt intervenieren, um den Euro-Außenwert zu schwächen. In diesem Papier geben wir 10 Argumente, die gegen eine solche Politik sprechen. Die wichtigsten sind: (1) Eine Schwächung des Euro zu Gunsten des US-Dollar würde eine noch expansivere Geldpolitik der EZB erfordern, die die künftige Preisstabilität ernstlich gefährdet. (2) Empirische Erkenntnisse zeigen zudem, dass Wechselkursaufwertungen überhaupt nicht die negativen Folgen auf die (deutschen) Exporte ausüben, wie allgemein geglaubt wird. (3) Vor allem aber kann die EZB den (entscheidenden) realen Wechselkurs nicht zielgerecht und systematisch beeinflussen. (4) Devisenmarktinterventionen bergen vielmehr das Risiko, dass es zu destabilisierenden Effekten auf den Märkten kommt. (5) Geldpolitische Interventionen zur Schwächung des Euro könnten letztlich sogar die Anreize reduzieren, Strukturreformen sowie Produkt- und Prozessinnovationen voranzutreiben, die dann wiederum den Wachstumspfad und die Beschäftigungslage schädigen.*

SUMMARY: *Low growth, low inflation and a seemingly relentless appreciation of the euro exchange rate: surely it is time for the European Central bank (ECB) to intervene in the FX market to weaken the euro and support the US-dollar? The case for such a monetary policy seems to be compelling indeed. However, in this paper we provide 10 arguments why the ECB should refrain from any such FX market intervention. The most important are: (1) To support the US-dollar against the euro, the ECB would have to pursue an even more expansionary policy, thereby causing inflation to rise in the future. (2) Empirical evidence shows that appreciations of the euro exchange rate do not cause the negative effects on (German) exports which are widely put forward as an argument for an ECB intervention. (3) Assuming smart and forward looking market agents, monetary policy cannot influence the real exchange rate – the relevant variable for exports – at will and on a systematic basis. (4) FX market interventions run the risk of becoming destabilizing and, moreover, (5) reducing economic incentives to bring about structural reforms and process and product innovations, thereby damaging the growth path and thus employment in the euro area.*

10 Argumente gegen eine Euro-Dollar-Wechselkursmanipulation zur Bekämpfung der Konjunkturflaute im Euroraum

Ausgangspunkt

Der Euro hat ein Allzeithoch gegenüber dem US-Dollar erreicht. Allseits werden nun Sorgen vor dämpfenden Effekten der Wechselkursaufwertung für die Konjunktur im Euroraum geäußert. Beispielsweise sieht der Bundesverband der deutschen Industrie einen Eurokurs von 1,20 gegenüber dem US-Dollar bereits als Bedrohung an. (Eine solche „Schmerzgrenze“ wurde schon einmal benannt, und zwar mit einem Euro-US-Dollarkurs von „Eins-zu-Eins“.) Daher ist es nicht überraschend, dass Forderungen laut werden, die Europäische Zentralbank (EZB) solle, möglicherweise im Verbund mit anderen Zentralbanken, in den Devisenmärkten intervenieren, um die Euro-Aufwertung zu stoppen bzw. umzukehren. Der Präsident der EZB, Jean-Claude Trichet, hält bislang an der Grundposition des EZB-Rates fest, von Devisenmarktinterventionen abzusehen. Diese Position der EZB verdient Unterstützung. Denn zahlreiche gewichtige Überlegungen sprechen gegen Interventionen der EZB auf dem Devisenmarkt zur Schwächung des Außenwerts des Euro. Im Folgenden präsentieren wir 10 schlagkräftige Argumente für diese Einschätzung.

Argument 1:

Aufwertungen des Euro ziehen nicht die häufig vorhergesagten verheerenden Effekte auf die deutsche Exportwirtschaft nach sich.

Das Argument, dass gerade eine überbewertete Währung aus der Sicht Deutschlands zu einem Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit führt, ist alles andere als neu. Aber es kann entkräftet werden, wenn man fragt, was denn nun genau die Bereiche sind, in denen es Deutschland tatsächlich an Wettbewerbsfähigkeit fehlt? Eine stattliche Zahl an Ökonomen führt die enttäuschende gesamtwirtschaftliche Performance Deutschlands auf einen Mangel an externer Wettbewerbsfähigkeit zurück. Sie argumentieren z. B., dass Deutschland dem Euroraum mit einem zu hohen nominalen und nun unwiderruflich fixierten Wechselkurs beigetreten sei. Die einzige Lösung bestehe nun in einer langsamen und schmerzhaften „internen Abwertung“ des realen Wechselkurses.

Schaut man jedoch auf die Exportdaten, ergibt sich ein vollständig anderes Bild. Die realen deutschen Exporte von Gütern und Dienstleistungen wuchsen 1999 bis 2002 mit einer Jahresrate von 6³/₄%. Dieser Wert war signifikant höher als die vergleichbaren Werte für Frankreich (5,2%), Italien (2,9%), Spanien (5,6%) oder die Niederlande (3,9%). Nach aktuellen Angaben der OECD gewann Deutschland von 1999 bis 2002 beträchtliche Marktanteile im Ausland hinzu, während Frankreich, Italien und Spanien Marktanteile verloren. Das bedeutet: Deutschland ist in bestimmten außenhandelsorientierten Sektoren durchaus wettbewerbsfähig. Augenscheinlich definiert sich die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen *mehr über die Qualität als über den Preis* der Produkte. Diese Wettbewerbsfähigkeit spiegelt sich in einer relativ ausgeprägten Robustheit der Exporte gegenüber Euroaufwertungen wider. Die seit etwa 10 Jahren bescheidenen Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsproduktes in Deutschland sind nicht Auswuchs einer mangelnden externen Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel. Vielmehr muss der *Mangel an „interner“ Wettbewerbsfähigkeit als das Hauptproblem* angesehen werden.

Gemessen an ihrer Performance in der Vergangenheit, dürften deutsche Unternehmen besser darauf vorbereitet sein, mit der Verschlechterung ihrer internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit umzugehen als einige ihrer Wettbewerber aus dem Euroraum. Hieraus folgt

direkt, dass sich diejenigen Länder, die in der Vergangenheit bei ihrem Versuch einer Stimulierung von Wachstum und Beschäftigung stärker auf eine verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit vertraut haben, stärker von der Aufwertung des Euro beeinträchtigt fühlen dürften als Deutschland. Folgt man diesem Argument, dürfte die kürzlich noch negative Wachstumslücke zwischen Deutschland und Frankreich, welche in der Vergangenheit von stärkeren Zuwächsen bei der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit profitierte, zukünftig sogar noch geringer werden – auch ohne eine künstliche Abwertung des Euro.

Es kommt hinzu, dass gesunkene Exportvolumina in Regionen außerhalb des Euroraums durch gestiegene Volumina innerhalb des Euroraums kompensiert werden. Darüber hinaus erholt sich die Weltkonjunktur gegenwärtig. Dies kann – und wird vermutlich auch – die Aufwertung des Euro in ihrer Wirkung auf Außenhandelsvolumina überlagern.

Argument 2:

Der reale Wechselkurs kann durch Änderungen des nominalen Wechselkurses nicht dauerhaft in erwünschtem Maße beeinflusst werden.

Wie sinnvoll ist der Einsatz der Wechselkurspolitik zur Kompensation der Euroraum-spezifischen Wachstumsschwäche, wenn man davon ausgeht, dass die aktuellen (und auch einige der potentiellen späteren) Mitgliedsländer des Euroraums mehrheitlich eine permanent hohe, größtenteils *strukturell verfestigte Arbeitslosigkeit* aufweisen? Neben Problemen der Feinsteuerung („Fine-Tuning“) und des kontrollierten Einsatzes einer Abwertung mittels einer expansiven Geldpolitik ist zu berücksichtigen, dass Tarifverhandlungsparteien sich *indirekten* Verminderungen des Reallohns durch Abwertungen erfahrungsgemäß genauso wenig beugen wie direkten Lohnsenkungen. Empirische Erfahrungen u.a. für Westeuropa deuten darauf hin, dass die hiermit verbundene implizite Annahme einer *Wechselkursillusion* der Tarifverhandlungsparteien mittel- bis langfristig *unhaltbar* ist. Nominale Wechselkursänderungen führen langfristig nicht zu Veränderungen des realen Wechselkurses.

Wenn zudem importierte Inflationstendenzen wie in der Vergangenheit zu höheren Lohnforderungen führen, wird die Arbeitslosigkeitsgefahr im Euroraum noch weiter ansteigen. Die Folgen dürften neben einer „Abwertungs-Lohnspirale“ eine im weiteren Verlauf nicht prognostizierbare *Variabilität des (realen) Wechselkurses* sein. Diese korrespondiert häufig mit ausgeprägten Spekulationsphasen, die für die heimische Realwirtschaft schädlich sind, da sie unnötige Unsicherheiten schaffen und Kalkulationen der exportorientierten Unternehmen erschweren.

Argument 3:

„Rationale Erwartungen“ sprechen gegen einen systematischen realwirtschaftlichen Effekt der Euro-Abwertung.

Die Effizienz der Geld- und Währungspolitik zur Bekämpfung einer Konjunkturflaute wird zudem auch durch die Einbeziehung der Theorie *rationaler Erwartungen* in Frage gestellt. Abwertungen sind *kein* Instrument, welches sich systematisch einsetzen lässt, um volkswirtschaftliche Verwerfungen wirksam zu bekämpfen. Bei rationalen Erwartungen, d.h. wachsenden und lernfähigen Marktakteuren, ist für eine dauerhafte Periode der Preisniveaustabilität eine glaubwürdige und stetige Geldpolitik die Grundlage. Falls geldpolitische Instanzen ihre Selbstverpflichtung zur Bewahrung eines stabilen Preisniveaus durch (häufige) Interventionen brechen, werden die Akteure sofort ihre Erwartungen ändern.

Hier ist zu bedenken, dass die EZB, wollte sie den Euro gegenüber dem US-Dollar abwerten, die Zinsen senken oder US-Dollar gegen die Ausgabe von Euro kaufen müsste. Beides würde die

Bankenliquidität erhöhen und damit das Geld- und Kreditschöpfungspotential des Bankensektors. Angesichts der ohnehin schon überaus hohen Überschussliquidität – die „reale Geldlücke“ beträgt derzeit etwa 7,0 Prozent – wäre eine derartige Politik nicht vereinbar mit dem Ziel der EZB, die Preisstabilität mittelfristig zu gewährleisten. Zwar könnte man daran denken, dass die EZB nach dem Kauf von US-Dollar die geschöpfte Liquidität wieder neutralisiert. Jedoch wäre dann fraglich, ob der kurzfristige Politikeffekt nicht wieder „verpuffen“ würde.

Bei einer solchen Interventionspolitik kann die Glaubwürdigkeit der Zentralbank ins Wanken geraten und nur unter erheblichen Output- und Beschäftigungskosten wiederhergestellt werden. Falls die Geldpolitik einmal systematisch im Dienste einer Abwertung genutzt wurde, wird die Möglichkeit eines wiederholten Rückgriffs hierauf durch die Antizipation derartiger Interventionen z.B. in Tarifverträgen eingeschränkt. Die tarifpolitische Disziplin der Lohnverhandlungsparteien schwächt sich tendenziell ab, wenn diese in Zeiten sinkender preislicher Wettbewerbsfähigkeit regelmäßig mit einem *Bailout* durch eine Abwertung rechnen können. Daher läuft eine monetär induzierte Wechselkurspolitik Gefahr, selbst *destabilisierende* reale Effekte auszulösen und die Funktionsweise und Dynamik makroökonomischer Systeme zu ändern.

Argument 4:

Geldpolitisch induzierte Abwertungen können notwendige strukturelle Anpassungen verhindern.

Geldpolitisch induzierte Abwertungen können notwendige *strukturelle* Anpassungen im Euroraum und speziell in Deutschland verhindern oder verzögern. Eine massive Abwertung beispielsweise verbessert zwar anfänglich die Preiswettbewerbsfähigkeit deutlich. Sie macht dann aber unternehmerisches Handeln in Form von Produkt- und Verfahrensinnovationen weniger dringlich. Auch werden Strukturanpassungen auf Arbeits- und Produktmärkten nicht hinreichend forciert, obwohl die Arbeitslosigkeit in Westeuropa im Wesentlichen ein *strukturelles* Problem darstellt. Eine harte monetäre Restriktion zwingt dem gegenüber Unternehmer und Politiker eben diese notwendige Anpassungen vorzunehmen. Gerade bei negativen Angebotsschocks sollte deshalb von akkomodierenden Abwertungen abgesehen werden. Denn hierdurch werden allenfalls kurzfristig Symptome gelindert, die Anreize, verkrustete Strukturen aufzubrechen, werden jedoch spürbar gesenkt, so dass mittel- bis langfristig Wachstum und Beschäftigung abnehmen.

Argument 5:

Politikreformen sind wirksamer als Abwertungen.

Die für Großbritannien und Italien empirisch identifizierten positiven Beschäftigungs- und ausbleibenden Inflationseffekte nach ihrem EWS-Austritt 1992 sind nicht auf die massive Abwertung der entsprechenden Währungen zurückzuführen. Sie wurden vielmehr durch *Politikreformen* induziert, die *parallel* zum Ausscheiden aus dem EWS wirkten. In empirischen Untersuchungen zur beschäftigungspolitischen Effektivität von Wechselkursbewegungen muss also der Reformumfang gleichzeitig als erklärende und in Bezug auf das Währungssystem endogene Variable exakt modelliert werden. Dann zeigt sich, dass Politikreformen der weitaus wirksamere Weg zu Wachstum und Beschäftigung sind, und nicht, wie vielfach behauptet, Abwertungen der Währung.

Argument 6:

Die Nachfrage nach Exporten des Euroraums und die Größe der länderspezifischen Marktanteile sind relativ wechselkursunelastisch.

Die Auswirkungen der Bewegungen von Wechselkursen auf den Außenhandel im Euroraum sind eher gering. Folglich ist es auch der Nutzen, der von Euro-Abwertungen resultiert. Die positiven Beschäftigungseffekte, die durch eine Abwertung in der Exportgüterindustrie zu erwarten sind, fallen damit ebenfalls sehr klein aus. Empirisch gesehen bräuchte man – alle negativen sonstigen Wirkungen einer Abwertungspolitik ausgeklammert – extrem große Abwertungen, um kleine Beschäftigungseffekte zu erzielen. Doch diesen eher kurzfristigen, geringen und unsicheren Erträgen sind die längerfristigen, hohen und nahezu sicheren Kosten gegenüberzustellen, so dass eine abwägende Beurteilung nicht für Devisenmarktmanipulationen durch die Zentralbank spricht, um die Konjunktur über die Exporte anzukurbeln.

Argument 7:

Durch Interventionen hervorgerufene Wechselkursschwankungen verursachen realwirtschaftliche Schäden.

Flexible Wechselkurse mögen zwar bei Nominallohnrigiditäten eine Flexibilität der Reallöhne herbeiführen, die bei fixen Wechselkursen nicht erreichbar ist. Dies kann jedoch nur dann potentiell als beschäftigungspolitischer Vorteil interpretiert werden, wenn die Wechselkursänderung im Rahmen vollständig flexibler Wechselkurse die Folge einer Störung am Arbeitsmarkt ist und diese dann korrekt abfedert. Falls nun aber Wechselkursschwankungen nicht vom Arbeitsmarkt induziert auftreten, sondern z.B. Folge politischen Handelns sind, ziehen sie erfahrungsgemäß reale Probleme nach sich, statt Beschäftigungsprobleme zu lindern. Darüber hinaus kann es in den Ländern, die am stärksten durch den komparativen Vorteil der abwertenden Länder negativ betroffen sind – in den Jahren 1992/93 waren dies Deutschland und Frankreich – zu politischen Reaktionen kommen, die gegen grenzüberschreitenden Handel gerichtet sind. So stellten Deutschland und Frankreich zeitweise sogar das Binnenmarkt-Konzept in Frage.

Argument 8:

Es stehen einseitige politische Interessen hinter der Forderung nach einer Euro-Abwertung.

Das empirisch valide Ergebnis, dass Währungsabwertungen nur einen kleinen direkten makroökonomischen Einfluss auf Wachstum und Beschäftigung in der Exportindustrie haben und gesamtwirtschaftlich in der mittleren bis langen Frist negativ wirken, wird von einigen Industrievertretern beharrlich geleugnet. Der Grund, warum sie eine Abwertungspolitik „schön reden“ liegt darin begründet, dass sich diese Wirtschaftsakteure einen Nettovorteil von einer Abwertung versprechen. Die Wechselkursfestlegung und folglich auch ein Teil der Varianz von Wechselkursbewegungen geraten somit erfahrungsgemäß spürbar in den Einflussbereich politökonomischer Zusammenhänge. Das Ausmaß, in dem Wechselkurse als ein *Politikinstrument* eingesetzt werden können, ist im Vergleich zu dem Ausmaß, in dem sie einen marktlichen Korrekturmechanismus repräsentierten, bedeutend. Dies birgt die Gefahr unkalkulierbarer Wechselkursmanipulationen durch die Geldpolitik in sich, die erwartungsdestabilisierend sind und Investoren eher abschrecken als zu Investitionen ermuntern. Die (Geld-)Politik ist daher gut beraten, sich glaubhaft gegen Wechselkursmanipulationen auszusprechen.

Argument 9:

Eine Euro-Abwertung eignet sich nicht als ein Instrument der Konjunktursteuerung.

Neben den bereits genannten Argumenten gegen Währungsabwertungen zur Stimulierung der Konjunktur bzw. des Wachstums spricht auch der altbekannte und nicht vollständig antizipierbare bzw. kalkulierbare *J-Kurveneffekt* gegen eine solche Art der Politik. Das bedeutet: Bei Abwertungen schlägt erst der Preiseffekt der Importverteuerung durch. Später kommt es dann zu dem expansiven Effekt, der die Exporte steigen lässt. Nicht nur die zeitliche Struktur der expansiven Wirkung ist nicht genau kalkulierbar, sondern auch der expansive Nettoeffekt ist keinesfalls eindeutig. So kann es sein, dass der expansive Effekt zur *Unzeit* wirkt, nämlich erst dann, wenn die Rezession schon überwunden ist. Und es kann auch der Fall eintreten, dass die wechsellkursinduzierte Verteuerung der Importe der Wirtschaft mehr schadet, als die Exportstützung ihr nützt. Auch aus dieser Perspektive ist ein positiver realwirtschaftlicher Nettoeffekt einer Euro-Abwertungs politik mehr als fraglich.

Argument 10:

Aus transatlantischer Perspektive gilt: Wenn überhaupt, besteht eher noch ein Anpassungsbedarf beim Euro nach oben und nicht nach unten.

Falls die Währungen des Vereinigten Königreichs, Asiens und anderer Emerging Markets weiterhin faktisch an den Dollar angebunden bleiben, so wie es in der jüngeren Vergangenheit zu beobachten war, ergeben sich zwei Implikationen: Es erscheint erstens unausweichlich, dass der größte Teil der mit der Anpassung der US-amerikanischen Zahlungsbilanz verbundenen Lasten vom Euroraum zu tragen ist. Und zweitens erscheint eine weitere deutliche Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar nötig, damit der Euro/Dollar-Wechselkurs ein Niveau erreicht, das auch nur annähernd hinreicht, um eine spürbare Anpassung der US-Zahlungsbilanz in die gewünschte Richtung zu erreichen. Angesichts der mit dem amerikanischen Zwillingsdefizit verbundenen Risiken – auch für den Euroraum –, wäre eine Euro-Aufwertung nicht nur im US-amerikanischen, sondern auch im europäischen Interesse. Interventionen auf dem Devisenmarkt zur Schwächung des Euro (und gleichzeitigen Stärkung des Dollars) machen aus dieser Sicht keinen Sinn. Dies gilt umso mehr, als die langsame und absehbare Aufwertung des Euro den Unternehmen bisher genügend Zeit zur Wechselkursicherung ließ und immer noch lässt.

All diese Punkte lassen nur einen Schluss zu: Keine Beschäftigungsgewinne durch Abwertung des Euro. Es gilt nach wie vor, dass Beschäftigungsprobleme nur ursachenadäquat durch strukturelle Reformen und nicht monetär gelöst werden können.

A.2. – ECB OBSERVER – *objectives and approach*

The objective of ECB OBSERVER is to analyse and comment on the conceptual and operational monetary policy of the European System of Central Banks (ESCB). ECB OBSERVER analyses focus on the potential consequences of past and current monetary policy actions for the future real and monetary environment in the euro area. The analyses aim to take into account insights from monetary policy theory, institutional economics and capital market theory and are supplemented by quantitative methods. The results of the analyses are made public to a broad audience with the aim of strengthening and improving interest in and understanding of ECB monetary policy. ECB publishes its analyses in written form on a semi-annual basis.

A.1. – ECB OBSERVER – recent publications

Number	Title and content	Date of publication
No. 5	Challenges to ECB credibility Content: 1. <i>Fundamentals of ECB credibility.</i> – 2. <i>ECB strategy review – increasing the bank's open flank.</i> – 3. <i>Uncertainty – pressure for easier monetary policy.</i> – 4. <i>ECB policy review and outlook.</i>	8 July 2003
No. 4	International coordination of monetary policies – challenges, concepts and consequences Content: 1. <i>International coordination of monetary policies.</i> – 2. <i>Does the ECB follow the Fed?</i> – 3. <i>Stock prices – a special challenge for monetary policy.</i> – 4. <i>ECB monetary policy review and outlook.</i>	19 December 2002
No. 3	The Fed and the ECB – why and how policies differ Content: 1. <i>The US Federal Reserve System and the European System of Central Banks – selected issues under review.</i> – 2. <i>The reaction functions of the US Fed and ECB.</i> – 3. <i>The influence of monetary policy on consumer prices.</i> – 4. <i>ECB rate policy and euro area inflation perspectives.</i>	24 June 2002
No. 2	Can the ECB do more for growth? Content: 1. <i>Should the ECB assign a greater role to growth?</i> – 2. <i>Government finances and ECB policy – a discussion of the European Stability and Growth Pact.</i> – 3. <i>“Price gap” versus reference value concept.</i> – 4. <i>Assessment of current ECB policy and outlook.</i>	19 November 2001
No. 1	Inflationsperspektiven im Euro-Raum Content: 1. <i>Warum die EZB-Geldpolitik glaubwürdig ist.</i> – 2. <i>EZB-Strategie – Stabilitätsgarant oder überkommenes Regelwerk?</i> – 3. <i>Stabilitätsrisiken der Osterweiterung.</i> – 4. <i>Zinspolitik der EZB in 2001 und 2002.</i>	17 April 2001

ECB OBSERVER – team members

www.ecb-observer.com



Professor Dr. *Ansgar Belke*, born 28 March 1965. 1991 Diploma in Economics, University of Münster; 1995 Ph.D. in Economics, University of Bochum; 1997 Research Fellow at the Center for Economic Research, Tilburg/Netherlands, Visitor at the Centre for European Policy Studies, Brussels; 2000 Habilitation in Economics and Econometrics, University of Bochum; 2000 Visiting professor (C4) at the University of Essen, 2000 Full Professor of Economics, University of Vienna (C4); since 2001: Full Professor of Economics (C4), Head of 'Research Center for European Integration', and board member 'Eastern Europe Center', University of Hohenheim, Academic Coordinator of the annual 'Vienna Summer University on EU Eastern Enlargement'. Fields of interest: International Macroeconomics, Monetary Economics, European Integration, Venture Capital Finance. Publications in journals such as *North American Journal of Economics and Finance*, *Open Economies Review*, *Public Choice*, *Scottish Journal of Political Economy*, *World Economy*. Referee for journals like *European Economic Review*, *Open Economies Review*, *Public Choice*, and for the German Science Foundation, Volkswagen Foundation, German Economic Association, FEMISE Network (Forum Euro-Mediterranéen des Instituts Economiques). Presentations at international conferences such as 'Annual Econometric Society European Meeting', 'European Economic Association Congress', 'International Seminar on Macroeconomics (EEA and NBER)'. E-mail: belke@uni-hohenheim.de.



Professor Dr. *Martin Leschke*, born on 2 March 1962 in Oberhausen, Germany. From 1983 to 1989 studied economics at the Westfälische Wilhelms-Universität. From 1989 to 1993 assistant to professorship for economics, specialising in monetary economics (professor Dr. Manfred Borchert). Dissertation in 1993 at the University of Münster. 1994 research fellowship at the Center for Study of Public Choice, George Mason University, Fairfax, VA, USA (sponsored by DFG). Habilitation in 1998. From 1999 to February 2002 assistant professor at the University of Münster. Since March 2002, professorship of economics at the University of Bayreuth. Research focus: money theory and monetary policy, European integration, institutional economics, macro-economic issues. E-mail: martin.leschke@uni-bayreuth.de.



Professor Dr. *Wim Kösters*, born on 26 November 1942 in Greven, Germany. From 1963 to 1968 studied economics at the Westfälische Wilhelms-Universität Münster. From 1968 to 1969 stipendium at the Florida State University and Harvard University. From 1969 to 1982 assistant to Prof. Dr. Hans K. Schneider in Münster and Cologne. Dissertation in 1972 at the University in Münster. Habilitation in 1982 at the Universität in Cologne. From 1982 to 1991 Professor of macroeconomics at the University of Münster. Since 1991 professorship in theoretical economics I (Jean Monnet professorship) at the Ruhr-Universität Bochum. Memberships: Council for Economic and Social Policy – Verein für Socialpolitik, Working Group International Economic Relations and Working Council German Domestic Market of the List Association, Working Group Economic Policy and Development, Working Group Europe Policy and Science of the Konrad Adenauer-Stiftung, Brussels Initiative, Latin America Centre of the University of Münster (corresponding), Presidium of the Working Group European Integration, European Community Studies Association/USA. Research focus: monetary theory and monetary policy, macro-economics and stabilisation policy, labour market theory and policy, integration theory and policy with a special emphasis on monetary integration, international trade policy. E-mail: wim.koesters@ruhr-uni-bochum.de.



Dr. *Thorsten Polleit*, born 4 December 1967 in Münster, Germany. From 1988 to 1993 studied economics at the Westfälische Wilhelms-Universität Münster. 1995 dissertation with Professor Dr. Manfred Borchert, professorship for monetary economics, specialising in monetary theory and policy. From 1997 to March 1998 ABN AMRO (Deutschland) AG, Frankfurt, Institutional Investor Equity Advisory. From April 1998 to September 2000 Chief Economist (Germany) at ABN AMRO (Deutschland) AG and ABN AMRO Asset Management GmbH. Since October 2000 at Barclays Capital in the Economics and Strategy Division. Since the end of 2002, he is a member of the Handelsblatt / Wall Street Journal Europe sponsored ECB Shadow Council. Responsibilities: Euro zone economics, ECB monetary policy and EU Covered Bond Research. Thorsten is active in the fields of financial market and monetary policy theory research. In March 2003, he was appointed Honorary Professor at the Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt, lecturing Monetary and Financial Market Economics. Research focus: monetary theory and policy, and capital market theory. E-mail: thorsten.polleit@barcap.com.