



Sendesperrefrist:  
3. Februar 2003,  
17:00 Uhr (MEZ)

**Dr. Jürgen Stark**  
Vizepräsident  
der Deutschen Bundesbank

**Rede anlässlich des Neujahrsempfangs  
der Hauptverwaltung Düsseldorf**

in Düsseldorf  
am 3. Februar 2003

- Es gilt das gesprochene Wort -

I

Sehr geehrte Damen und Herren,

das Jahr 2002 war für die Wirtschaft und die Finanzmärkte enttäuschend. Und die Bedingungen unter denen das neue Jahr startete waren alles andere als günstig. Viele sind mit geringen Erwartungen in das Jahr 2003 gegangen.

Zu groß sind die Unsicherheiten, die Verunsicherung und damit der Vertrauensverlust von Verbrauchern und Unternehmern fast weltweit.

Das Vertrauen

- auf den Märkten,
- in die Politik,
- in die Fähigkeit dauerhaftes Wachstum zu schaffen,
- in statistische Makro- und Mikrodaten

ist verloren gegangen.

Die Folge ist eine deutliche Zurückhaltung von Verbrauchern und Investoren.

Überlagert und verstärkt wird diese Vertrauenskrise durch die erheblichen geopolitischen Unsicherheiten. Zusätzliche Risiken gehen für die reale Wirtschaft von den Wechselwirkungen mit der Entwicklung auf den Finanzmärkten aus.

II

Um die derzeitige Situation zu verstehen, lassen Sie mich nochmals einen kurzen Blick zurück auf das Jahr 2002 werfen.

Das Jahr startete verheißungsvoll. Doch schon im Frühjahr geriet die konjunkturelle Erholung der **Weltwirtschaft** ins Stocken. Bei den Unsicherheitsfaktoren gewannen von da an die abwärts weisenden Risiken klar die Oberhand. Die Talfahrt der Börsen, Bilanzskandale in US-Unternehmen, die kräftigen Kursgewinne des Euro gegenüber dem US-Dollar sowie nicht zuletzt der starke Ölpreisanstieg und die geopolitische Entwicklung trugen zur Verunsicherung bei. All diese Faktoren können weiterhin für unangenehme Überraschungen sorgen.

Dennoch haben die Weltwirtschaft und das globale Finanzsystem die diversen Schocks des Jahres 2002 recht gut verkraftet. Die Wachstumsrate<sup>1</sup> (voraussichtlich 2 ½ %) lag im Rahmen der Schätzungen vom Jahresanfang. Die besser als erwartete Entwicklung in den USA (2 ½ %), den asiatischen Schwellenländern (6 %) – insbesondere China (8 %) – und Osteuropa (3 ½ %) – vor allem Russland (4 %) – hat die Wachstumseinbußen in anderen Regionen aufgefangen.

Für 2003 wird mit einer Besserung im Euroraum, Japan und Lateinamerika gerechnet. Der Anstieg wird dort aber weiter deutlich hinter der globalen Zunahme (rund 3 %) zurückbleiben. Selbstverständlich steht dies alles unter dem Vorbehalt der nicht kalkulierbaren wirtschaftlichen Folgen eines möglichen Krieges im Irak. Somit ist und bleibt die weltwirtschaftliche Entwicklung labil.

Für die **USA** wird im laufenden Jahr von einer leicht beschleunigten Erholung ausgegangen. Standbein sind vorerst die Konsumausgaben. Die Kehrseite der Medaille sind eine zunehmende Verschuldung der Verbraucher und

---

<sup>1</sup> Konsensusumfragen

Abhängigkeit von der Preisentwicklung am Immobilienmarkt. Zumindest bis die Investitionen anziehen, steht die US-Konjunktur auf unsicherem Fundament und wird insbesondere vom Automobil- und Immobiliensektor getragen.

Zusätzlich belastend kommen für die USA die aufgelaufenen Ungleichgewichte hinzu. Mit dem Rekord-Leistungsbilanzdefizit von inzwischen rund 5 % des Bruttoinlandsprodukts und der rapiden Verschlechterung der öffentlichen Finanzen sind die Konjunkturrisiken so hoch wie lange nicht mehr.

Das **Eurogebiet** hat im vergangenen Jahr nicht zur Dynamik der Weltwirtschaft beigetragen. Es zählte mit weniger als 1 % Wachstum zu den am schwächsten expandierenden Regionen der Welt. Dies wird auch in 2003 so bleiben und das ist enttäuschend. Die Vorausschätzungen für die Euroländer insgesamt bewegen sich etwa zwischen 1 1/2 % und 2 %. Lediglich Japan schneidet schlechter ab.

Das besondere Problem des Eurogebiets ist die schwache Binnennachfrage. Damit ist der Euroraum anfällig für Störungen von Seiten der Außenwirtschaft. Aber es wäre fatal, sich allein auf die globale Erholung zu verlassen. Die geringe wirtschaftliche Dynamik in den Euroländern ist in der Hauptsache auf Versäumnisse bei den strukturellen Reformen zurückzuführen. Auch wenn das Wachstum gegen Ende dieses Jahres wieder auf den Potentialpfad von 2 % bis 2 ½ % einschwenken sollte, es ist im internationalen und im historischen Vergleich niedrig. Um dieses Niveau anzuheben, müssten durch Reformen die eigentlichen Wachstumsblockaden gelöst werden.

Maßgeblich wird die Entwicklung im Eurogebiet durch die Wachstumschwäche seiner größten Volkswirtschaft Deutschland beeinflusst. Diese Wachstumsschwäche ist kein neues Phänomen. Aber in den letzten zwei Jahren hat die gesamtwirtschaftliche Leistung stagniert. Der reale Zuwachs in 2002 beträgt nach vorläufigen Angaben lediglich 0,2 %. Im vierten Quartal 2002 könnte das Bruttoinlandsprodukt sogar leicht gesunken sein. Der sich ergebende Unterhang drückt auch die durchschnittliche Wachstumsrate im neuen Jahr.

Die Bundesregierung erwartet im Jahr 2003 ein wirtschaftliches Wachstum von 1 %. Dies liegt am oberen Rand des Prognosespektrums der Wirtschaftsforschungsinstitute von 0,6 % bis 1,1 %. Aber für die Konjunktureinschätzung ist nicht der Jahresdurchschnitt, sondern der Jahresverlauf entscheidend. Angesichts der Unsicherheiten lässt sich heute jedoch weder über den Zeitpunkt der Überwindung der Stagnationsphase etwas Näheres sagen, noch über die Dynamik eines Aufschwungs. Alles in allem könnte das Wirtschaftswachstum in Deutschland auch in diesem Jahr geringer als 1 % ausfallen.

Die Gründe für die seit Jahren unbefriedigende wirtschaftliche Dynamik in Deutschland sind nicht primär in der weltwirtschaftlichen Entwicklung zu suchen. Das zentrale Problem unserer Volkswirtschaft und damit natürlich auch der Wirtschafts- und Finanzpolitik ist eine strukturelle Wachstumschwäche. Es war in den vergangenen Jahren nicht möglich, einen endogenen und dauerhaften Wachstumsprozess zu generieren. Mit einem Potentialanstieg von deutlich unter 2 % befindet sich Deutschland immer sehr schnell am Rande einer Stagnation oder sogar einer Rezession, wenn in der Weltwirtschaft die Dynamik nachlässt. Wir geraten dann in einen Teufelskreis

aus niedrigem Wachstum, steigender Arbeitslosigkeit, steigender Staatsverschuldung und höheren Abgaben.

Verstärkt werden die strukturellen Probleme unserer Volkswirtschaft durch den starken Vertrauenseinbruch bei Verbrauchern und Investoren.

Die Verbraucher halten sich im Konsum zurück angesichts steigender Arbeitslosigkeit und fortbestehender Unklarheiten in der Steuerpolitik und die weitere Entwicklung der öffentlichen Haushalte. Nicht zu vernachlässigen ist auch die Schmälerung des verfügbaren Einkommens infolge der Steuer- und Abgabenerhöhungen im Januar.

Die Investitionszurückhaltung der Unternehmer ist ebenfalls zu einem großen Teil auf das Fehlen verlässlicher gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen zurückzuführen. Manche Exporteure sehen auch die Aufwertung des Euro als potentielle Belastung, obwohl die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft nach wie vor günstig ist. Eine weitere Befürchtung besteht darin, dass die transatlantischen politischen Differenzen auch auf die bilateralen Wirtschafts- und Handelsbeziehungen ausstrahlen könnten.

Die Politik hat inzwischen glücklicherweise festgestellt, dass die wirtschaftlichen Probleme unseres Landes zu einem großen Teil „hausgemacht“ sind. Auch die Rezepte, wie Deutschland wieder auf einen höheren Wachstumspfad einschwenken kann, sind bekannt: Es geht um verlässliche gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen. Um einen höheren Wachstumspfad zu erreichen ist nötig: Verringerung der Steuer- und Abgabenlast; Beseitigung bürokratischer Hemmnisse; höhere Investitionen in Bildung und Forschung; Subventionsabbau. Unverzichtbarer Bestandteil ist eine grundlegende Reform der sozialen Sicherungssysteme; nur damit lassen sich die

mit der demografischen Entwicklung einhergehenden Lasten schultern und am Arbeitsmarkt die richtigen Anreize setzen. Aber es erfordert politischen Mut und Beharrlichkeit, das als richtig Erkannte auch umzusetzen.

### III

Heute vor einem Jahr war im Eurosystem ein Mammutprojekt - der Austausch gegen das Euro-Bargeld - praktisch schon über die Bühne gegangen. Allerdings gewannen viele Menschen den Eindruck, dass sich mit dem neuen Bargeld auch zahlreiche Güter und Dienstleistungen verteuerten. Der Euro wurde zum „Teuro“. Die Gesellschaft für deutsche Sprache wählte den „Teuro“ zum Wort des Jahres - vor dem „Pisa-Schock“ und der „Jahrtausendflut“.

Diese Wortschöpfung ist sicherlich, wie es in der Begründung heißt, „kreativ und prägnant“. Wenngleich viele Bürger eine höhere Teuerung „fühlen“, ist die neue Währung doch stabil. Die Verbraucherpreise sind 2002 in Deutschland um 1,3 % und im Durchschnitt der Euroländer um 2,2 % gestiegen. Dies ist jeweils deutlich weniger als in den beiden Jahren davor. Die mit der Euro-Bargeldeinführung verbundene Anhebung des Preisniveaus schätzt die EZB dabei gerade mal auf 0,2 %. Wenn die Ölpreise keinen Strich durch die Rechnung machen, dürfte sich im neuen Jahr die Inflationsrate in Deutschland weiter leicht verringern und im Euroraum die Stabilitätsmarke von 2 % unterschreiten.

#### IV

Diese Entwicklung hat nichts mit **deflationären Tendenzen** zu tun. Festzustellen sind zwar Preisrückgänge bei einzelnen Gütern. Aber bei Dienstleistungen gibt es eher höhere Preise.

Die Sorge vor einer Deflation im eigentlichen Sinne des Wortes halte ich aus einer Reihe von Gründen für übertrieben:

- Die allgemeine Preisentwicklung ist in Deutschland, anderen Euroländern und in den USA nach oben gerichtet. Die Inflationserwartungen als besonders wichtiges Indiz sind glücklicherweise begrenzt, haben aber ein positives Vorzeichen.
- Sinkende Löhne – eine in der Deflation normale Erscheinung – sind gerade in Deutschland angesichts der bekannten Rigiditäten nicht zu erwarten.
- Auch unser soziales Netz schützt vor Einkommens- und Nachfrage-rückgängen wie in den 30er Jahren.
- Im Euroraum und erst recht in den USA ist der geldpolitische Kurs alles andere als restriktiv.
- Es gibt keine Kreditklemme. Die gegenwärtig moderate Kreditexpansion in Deutschland ist hauptsächlich ein Spiegel der zyklisch bedingt geringen Nachfrage nach Krediten. Die Strukturprobleme im deutschen Bankensektor sind in keiner Weise mit den Schwierigkeiten in Japan vergleichbar. Da es bei uns keine Blase am Immobilienmarkt gab, leiden unsere Banken auch viel weniger unter dem Problem uneinbringlicher Kredite.



- Hinzu kommt, dass Aktienkurse und Realwirtschaft im Euroraum nicht stark miteinander verknüpft sind.

## V

Im Euroraum sind die schwachen Wachstumskräfte und nicht Deflation das Problem. Die Inflationsrate liegt derzeit noch etwas oberhalb der gesetzten Stabilitätsmarke. Das Europäische System der Zentralbanken ist rechtlich auf Preisstabilität als prioritäres Ziel der Geldpolitik verpflichtet. Aber nur Geld- und Finanzpolitik zusammen sowie verantwortungsbewusste Tarifparteien können die Gemeinschaftswährung zu einem Erfolg machen. Und wir alle stehen in der Verantwortung, diesen Erfolg zum Durchbruch zu verhelfen.

Der Maastricht-Vertrag, wonach übermäßige öffentliche Haushalts-Defizite zu vermeiden sind, liefert den Rahmen für die in der Eigenverantwortung der Teilnehmerstaaten verbliebene Finanzpolitik. Für die Einhaltung dieses Rahmens haben die Regeln und Verfahren des **Stabilitäts- und Wachstumspakts** zu sorgen: die öffentlichen Finanzen sollen solide und auf Dauer tragfähig sind. Eine solide Finanzpolitik beugt Konflikten mit der Geldpolitik vor und stärkt das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Stabilitätsorientierung.

Es sei daran erinnert: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ist ein wichtiges Fundament der WWU, auf dem der Start der 3. Stufe im Jahr 1999 gegründet wurde. Denn in einer solchen „Schicksalsgemeinschaft“ ist haushaltspolitische Disziplin erforderlich. Wer dies nicht beachtet, hat zunächst selbst Nachteile. So sind die Finanzierungsvorteile des Bundes gegenüber den anderen Euroländern bei den 10-jährigen Anleihen fast völlig verschwunden. Führt die mangelnde Disziplin einzelner Länder im Euroraum insgesamt zu einem

Zinsanstieg, oder die EZB muss auf die durch diesen Haushaltskurs ausgelösten inflationären Gefahren geldpolitisch reagieren, dann sind die Partnerländer mit einer soliden Haushaltspolitik gleichermaßen betroffen. Die Vorschriften sind also auch ein Schutz insbesondere der kleineren Euroländer vor den negativen Folgen eines finanzpolitischen Fehlverhaltens der Großen.

Zentrales Ziel des Stabilitäts- und Wachstumspakts ist es, dass der Haushalt über den gesamten Konjunkturzyklus betrachtet nahezu ausgeglichen ist oder einen Überschuss aufweist. Dabei sind die Regeln durchaus flexibel. Ein Land, das nahe am Haushaltsausgleich ist, hat ausreichend Spielraum für eine konjunkturell bedingte Verschlechterung des Finanzierungssaldos, ohne die Defizitobergrenze von 3 % des Bruttoinlandsprodukts zu überschreiten.

So war selbst in dem wirtschaftlich schwierigen Jahr 2002 die Haushaltsposition in acht der zwölf Euroländer in sicherem Abstand zur 3 %-Grenze. Das Problem ist also nicht der Stabilitäts- und Wachstumspakt, sondern die unzureichenden Konsolidierungsfortschritte in einigen Ländern. Neben Frankreich, Italien und Portugal gehört hierzu auch Deutschland. Der deutsche Haushaltsfehlbetrag hat im Jahr 2002 die Grenze von 3 % deutlich überschritten, und zwar nicht wegen der derzeitigen konjunkturellen Schwächephase, sondern weil wirtschaftlich bessere Zeiten nicht genutzt wurden, um bei der Konsolidierung voranzukommen.

Anzuerkennen ist, dass Deutschland das sogenannte exzessive Defizitverfahren akzeptiert und damit wieder etwas zur Stärkung der ramponierten Glaubwürdigkeit des Maastricht-Vertrages und des Pakts beigetragen hat.

Der politische Wille, die WWU und den Euro zu einem Erfolg zu machen, darf nicht erlahmen. Und Erfolg ist nur garantiert, wenn die Stabilitätsorientierung

nicht verloren geht. Der Blick ist und bleibt dabei auf die größte Volkswirtschaft der WWU gerichtet.

Um es deutlich zu sagen: Vom Verhalten Deutschlands hängt es ab, wie die WWU künftig funktioniert und ob es gelingt, sie zu einem dauerhaften Erfolg zu machen.

Die gelegentlich geforderte stärkere Beachtung qualitativer Faktoren, so der Struktur des Haushalts insbesondere im Hinblick auf Wachstums- und Beschäftigungseffekte, darf nicht zu Abstrichen bei der Konsolidierung führen. Es ist ein Irrglaube anzunehmen, der Wachstumsteil des Pakts verlange eine expansivere Finanzpolitik. Wachstum bedingt Stabilität. Eine Grundidee des Pakts ist, durch solide Staatsfinanzen zu einem höheren Wachstum beizutragen. Die ebenso gewünschte Einbeziehung von Kriterien außerhalb des direkten Einflussbereichs der Regierung – wie die Inflationsrate und den Beschäftigtenstand – würde den Überwachungs- und Sanktionsmechanismus des Pakts ad absurdum führen.

Zu begrüßen ist allerdings – wie von der Europäischen Kommission vorgeschlagen – die Selbstverpflichtung derjenigen Länder, welche das mittelfristige Haushaltsziel nicht erreicht haben, auf einen mehrjährigen Anpassungspfad für den Abbau des strukturellen Defizits einzuschwenken.

Festzuhalten ist: Nach Auffassung der Bundesbank sind die bestehenden Regelungen im Stabilitäts- und Wachstumspakt einfach, operational und ausreichend flexibel. Jede Verkomplizierung des Regelwerks bringt einen Verlust an Transparenz und Glaubwürdigkeit mit sich und würde auf eine Aufweichung der Stabilitätsverpflichtungen hinauslaufen. Worauf es jetzt ankommt, sind klare Bekenntnisse zu den Grundsätzen, Regeln und Zielen

des Pakts. Dies muss durch die notwendigen Konsolidierungsschritte bekräftigt werden. Die Konsolidierung sollte dabei so erfolgen, dass Wachstums- und Beschäftigungsbedingungen möglichst wenig beeinträchtigt werden und längerfristig positive Wirkungen entfalten.

## VI

Jede Schwächung des Stabilitätsgedankens würde auch den **Beitrittsländern** falsche Signale senden. Mit Sorge muss die sich dort in einer Reihe von Ländern verschlechternde Haushaltsposition beobachtet werden. Die Geldpolitik dieser Länder gerät dadurch in ein Dilemma. Zinssenkungen würden die erzielten Stabilitätsfortschritte aufs Spiel setzen. Auf der anderen Seite lockt das hohe Zinsniveau noch kräftigere Kapitalzuflüsse aus dem Ausland an und verstärkt den Aufwertungsdruck. Die meisten Aspiranten auf einen EU-Beitritt haben schon jetzt hohe Leistungsbilanzdefizite und sind daher besonders anfällig für eine abrupte Umkehr der Kapitalströme. Eine solide Haushaltspolitik würde dieses Risikopotential vermindern.

Vor rund zwei Monaten wurden die Beitrittsverhandlungen mit zehn Ländern abgeschlossen. Mitte April soll der Beitrittsvertrag unterzeichnet werden. Die Zehn werden mit der zum 1. Mai 2004 vorgesehenen Aufnahme in die EU Teilnehmer an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion. Aber für sie gilt zunächst eine Ausnahmeregelung. Bis sie auch dem Eurosystem beitreten können, müssen sie mindestens zwei Jahre lang am europäischen Wechselkursmechanismus teilgenommen haben, ohne dass es zu Spannungen kommt. Diese Zeit ist eine Anpassungs- und Testphase. Erst wenn sie auch die anderen quantifizierten Kriterien erfüllen - Referenzwerte gibt es für die Inflation, die langfristigen Zinsen, das öffentliche Defizit und den Schuldenstand – und weitere im EG-Vertrag genannte Kriterien die

Nachhaltigkeit der erzielten nominalen und realen Konvergenz bestätigen, ist die Tür offen für die Vollmitgliedschaft in der Wirtschafts- und Währungsunion.

Dieser schwierige Prozess bis zur Einführung des Euro in diesen Ländern folgt den gleichen Maßstäben wie bei den jetzigen Euroländern. Das Ganze hat den Zweck, ein hohes Maß an wirtschaftlicher Konvergenz zu erreichen, damit die einheitliche Geldpolitik den Bedürfnissen möglichst aller Teilnehmer in hohem Maße gerecht werden kann und Spannungen folglich vermieden werden. Eine dauerhafte nominale Konvergenz ist nicht denkbar ohne die Angleichung auf der realen Seite, die insbesondere durch strukturelle Anpassungen und Reformen vorangebracht wird. Bei der realen Konvergenz befinden sich die Beitrittsländer allerdings noch in einem längeren Aufholprozess.

Die zehn Länder streben nach ihrem EU-Beitritt eine möglichst umgehende Teilnahme am Wechselkursmechanismus und danach die schnelle Einführung des Euro an. Vor übergroßer Eile ist aber zu warnen. Nur flexible Wechselkurse bieten von vornherein einen gewissen Schutz vor spekulativen Kapitalzuflüssen. Und: bewegliche Wechselkurse geben der Geldpolitik Handlungsspielraum und puffern wirtschaftliche Schocks automatisch ab.

Das Eurosystem wird weiter Überzeugungsarbeit leisten müssen, damit jedes Beitrittsland im Integrationsprozess so voranschreitet, wie es seinen Gegebenheiten und Fortschritten entspricht. Die neuen EU-Mitglieder sollten dabei auch den WKM als sehr flexibles Festkurssystem verstehen, dessen Leitkurse veränderten Bedingungen zügig angepasst werden sollten.

## VII

Wie diese wenigen Beispiele zeigen, wird 2003 ein schwieriges Jahr. Es wird kein Jahr zum Zurücklehnen. Für die Weltwirtschaft waren die Unsicherheiten und Risiken schon lange nicht mehr so groß wie jetzt. Ich hoffe, wir können in einem Jahr auf 2003 zurückblicken und sagen, dass die Krisenplanungen und wenig optimistischen Prognosen in den Schubladen gut aufgehoben waren.

Wir befinden uns in Deutschland in einer strukturellen Wachstumskrise, die durch eine Vertrauenskrise noch verstärkt wird.

Diese kritische Phase lässt sich nicht mit einer Politik des leichten Geldes - sei es durch noch höhere Haushaltsdefizite oder durch eine noch laxere Geldpolitik - bewältigen.

Erforderlich ist ein mittelfristig angelegtes konsistentes Gesamtkonzept zur Reform von Gesellschaft, Wirtschaft und Staat.

Auf jeden Fall ist es zu früh, das Jahr 2003 bereits „abzuhaken“. Es liegt schon an uns, ob wir den Mut und den Willen zur Gestaltung und zu den richtigen Entscheidungen aufbringen.

\* \* \*



Sendesperfrist:  
10. Februar 2003, 19:15 Uhr MEZ

**Ernst Welteke**

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Im fünften Jahr des Euro – Erwartungen aus Sicht eines  
Notenbankers**

Bankakademie der VWA Baden

in Karlsruhe

am 10. Februar 2003

I

Sehr geehrter Herr Winter,  
sehr geehrte Damen und Herren,  
haben Sie herzlichen Dank für die Einladung zur Jubiläumsreihe der kreditwirtschaftlichen Vorträge hier in der Verwaltungs- und Wirtschafts-akademie in Baden. Angesichts Ihres 40-jährigen Bestehens nehmen sich die vier Lebensjahre des Euro noch bescheiden aus. Deshalb hebe ich den Blick ein wenig und spreche über den Euro in seinem fünften Jahr.

In der Tat, am Ende dieses Jahres vollendet die noch junge Währung ihr halbes Lebensjahrzehnt. Das ist – gemessen an menschlichen Maßstäben – nicht viel, aber genug um ein Zwischenfazit zu ziehen. Ganz wie beim Menschen haben die Väter und Mütter des Euro ihr Kind mit zu vielen Hoffnungen und Erwartungen beladen. Nicht alles davon konnte überhaupt erreicht werden. Doch das Kernziel, nämlich Stabilität des Preisniveaus im Euroraum, das wurde erreicht.

Lassen Sie mich meine Ausführungen am aktuellen Rand beginnen. Ich möchte die geldpolitische und konjunkturelle Lage erörtern und darauf aufbauend die Ergebnisse des Eurosystems resümieren. Mit stärkerem Fokus auf Deutschland werde ich anschließend über Wege zum dringend benötigten Wirtschaftswachstum sprechen. Schließen möchte ich – wie es sich in einer kreditwirtschaftlichen Vortragsreihe gehört – mit Erläuterungen zur Lage der Banken ebenfalls mit dem Blick auf Deutschland.

II

Am vergangenen Donnerstag hat der EZB-Rat die geldpolitische Lage erörtert und beschlossen, den Leitzins unverändert bei 2,75 Prozent zu belassen. Das ist, bis auf eine Periode im Sommer 1999, als wir in Reaktion auf die Asienkrise eine Schwächephase durchliefen, der niedrigste Leitzins seit Gründung des Eurosystems. Auch in der längeren historischen Perspektive gab es in



Deutschland, ganz zu schweigen von den anderen europäischen Ländern, nur sehr selten ähnlich niedrige Leitzinsen.

Maßstab für unsere Entscheidung ist stets die Stabilität des Preisniveaus im Euroraum. Wenn wir dieses gesetzlich verankerte Ziel erreichen, schaffen wir zugleich die geldpolitischen Voraussetzungen für Wachstum und Beschäftigung.

Daher beruht auch unsere Zinsentscheidung in der vergangenen Woche auf einer umfassenden Analyse der Aussichten für die künftige Preisentwicklung. Diese präsentiert sich unverändert günstig: Im Jahr 2002 lag der harmonisierte Index der Verbraucherpreise im Euroraum durchschnittlich 2,2 Prozent höher als im Vorjahr. Die vom EZB-Rat definierte Marke für Preisstabilität von zwei Prozent wurde daher annähernd erreicht.

Im laufenden Jahr erwarten wir einen Rückgang des Preisanstieges unter die zwei Prozentmarke. Bereits für Januar schätzt Eurostat den Preisanstieg auf nur noch 2,1 Prozent im Euroraum, und dies trotz Steuererhöhungen und höheren Rohölpreisen. Ohne diese beiden Faktoren hätten wir für Januar einen deutlicheren Rückgang erwartet.

Für einen nachgebenden Preisauftrieb spricht die zur Zeit schwache konjunkturelle Entwicklung, die nur geringe Preiserhöhungen zulässt. Auch der Aufwärtstrend der Löhne verläuft in jüngster Zeit gebremst. Der Tarifabschluss im Öffentlichen Dienst in Deutschland liegt noch im stabilitätskonformen Bereich, auch wenn der Abschluss aus fiskalischer Sicht belastend wirkt.

Die Geldmenge wächst mit einer Rate von knapp unter sieben Prozent. Sie liegt damit über dem von uns gesetzten Referenzwert von 4 ½ Prozent. Doch das starke Wachstum der Geldmenge wird angesichts der Unsicherheit an den Finanzmärkten, der geopolitischen Spannungen und der gedrückten Konjunkturperspektiven weiterhin von Portfolioumschichtungen aufgebläht. Für die Preise dürfte darin derzeit kein Risiko liegen. Diese Auffassung wird durch eine nur moderate Zunahme der Kreditvergabe bestätigt, die seit Monaten bei vier Prozent verharrt.

Die Erzeuger- und Einfuhrpreise haben eine vorlaufende Funktion vor den Verbraucherpreisen und erlauben daher einen Blick in die nahe Zukunft. Ihre

Tendenz ist zur Zeit zwar nach oben gerichtet, die Stärke des jeweiligen Preisanstiegs ist aber gering.

Veränderungen der Rohstoff- und Ölpreise breiten sich im Gegensatz zu den sonstigen Einfuhrpreisen relativ schnell aus. Sofern der jüngste Anstieg der Rohölpreise anhält, kann daraus ein spürbarer Aufwärtsdruck für die Verbraucherpreise resultieren. Hier liegt angesichts der anhaltenden weltpolitischen Spannungen zudem ein beträchtliches Preisrisiko für den Fall militärischer Auseinandersetzungen im Nahen Osten.

Wenn sich der Ölpreis auf etwa 30 US-Dollar je Barrel hält, ergibt sich gegenüber dem Jahresdurchschnitt des Vorjahres immerhin ein Anstieg von gut 20 Prozent. In Dollar, wohlgemerkt. In Euro wird die Preisentwicklung durch dessen Wechselkursanstieg gegenüber dem US-Dollar gemildert. Die Parität des Euro zum US-Dollar wurde im vierten Quartal passiert. Mittlerweile liegt der Euro gut 14 Prozent über seinem durchschnittlichen Niveau im Vorjahr. Über die Importpreise bremst der höhere Wechselkurs des Euro die Preissteigerung erheblich.

Alles in allem dürfte der Preisanstieg in den kommenden Monaten moderat ausfallen und die Marke für Preisstabilität erreichen.

### III

Angesichts dieser günstigen Preisaussichten sind die niedrigen Leitzinsen im Eurosystem vertretbar. Sie helfen der schwachen Konjunktur, die jetzt auch von der Ungewissheit über die weitere Entwicklung im Irakkonflikt beeinträchtigt wird.

Nachdem die Wirtschaft im vergangenen Jahr mit einem Plus von nur 0,2 Prozent in Deutschland faktisch stagnierte, deutet sich auch im ersten Halbjahr des laufenden Jahres noch keine grundlegende Wende der Wirtschaftslage an. Für die weitere Entwicklung sehe ich Risiken aber auch Chancen.

Zu den Risiken zähle ich:

Erstens        Die Gefahr einer militärischen Auseinandersetzung im Nahen Osten mit ihren Folgen für den Ölpreis.

- Zweitens Die nach wie vor schwachen Finanzmärkte, die die Kapitalbildung erschweren.
- Drittens Die anhaltenden gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte insbesondere in den USA.

Die ersten beiden Faktoren sind im Zusammenhang zu sehen. Sobald die Lage im Nahen Osten geklärt ist, dürfte ein Teil der auf den Finanzmärkten lastenden Ungewissheit entfallen. Dagegen zeichnet sich auf absehbare Zeit keine Korrektur der gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den USA ab. Das Doppeldefizit von öffentlichen Haushalten und Leistungsbilanz birgt ein Risiko im Hinblick auf die künftige Finanzierung. Das könnte sich auf die Weltwirtschaft negativ auswirken.

Als Chancen verbuche ich dagegen einige fundamentale Daten im Euroraum, die für eine Erholung der Konjunktur sorgen, sobald die belastenden Faktoren entfallen:

- Erstens Das niedrige Zinsniveau, das nach unseren Erkenntnissen von den Kreditinstituten sehr wohl weitergegeben wird.
- Zweitens Die zu erwartende Erholung der Weltwirtschaft und die Belebung des internationalen Handels. Und
- Drittens der fortgeschrittene Abbau der Läger, der einem Konjunkturaufschwung nicht im Wege steht.

Hinzu kommt, dass der Euroraum weitgehend frei ist von fundamentalen Ungleichgewichten und sich die Bewertung der europäischen Finanzmärkte nach dem Abbau der Übertreibungen normalisiert hat.

Die schwache konjunkturelle Lage ist in erster Linie Ausdruck eines mangelnden Vertrauens, das auch weltpolitisch begründet werden kann, aber tiefer gründet. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Wachstum zwischen ein und zwei Prozent im Euroraum. Der deutsche Wachstumsbeitrag dürfte dagegen deutlich geringer ausfallen – wir rechnen mit weniger als einem Prozent BIP-Wachstum.

#### IV

Vor diesem Hintergrund fällt mein Zwischenfazit im fünften Jahr der gemeinsamen Währung gemischt aus. Die Stabilität ist in unmittelbarer Reichweite, während das Wachstum darbt.

Mit dem Euro verfügen inzwischen zwölf Staaten mit 300 Millionen Einwohnern über eine gute Währung. Das erreichte Niveau der Preisstabilität kann sich im internationalen und noch mehr im historischen Vergleich sehen lassen.

Anerkennung verdient auch die geräuschlose Integration der operativen Geldpolitik, von der Harmonisierung der Statistiken bis zu technischen Fragen der Geldmarktsteuerung. Und vor allem, die erfolgreiche Einführung des Euro-Bargeldes hat die Funktionsfähigkeit der Währungsunion unterstrichen.

Für mich zählt vor allem, dass es gelungen ist, eine europäische Stabilitätskultur zu initiieren. Die Erkenntnis, dass Preisstabilität die Voraussetzungen für Wachstum und Beschäftigung schafft, hat sich auch in Ländern durchgesetzt, die in der Vergangenheit weniger stabilitätsbewusst waren.

Diese Länder profitieren jetzt nicht nur überproportional von Preisstabilität und Zinskonvergenz. Länder wie Finnland, Spanien und Irland haben seit 1998 Wachstumsraten von jährlich über drei Prozent.

Neben der Preisstabilität wurde auch erwartet, dass es mit Beginn der Währungsunion zu einer Fortsetzung der raschen Annäherung der nationalen Preisentwicklungen kommen würde. Die größere Preistransparenz und der verstärkte Wettbewerb sollten die Angleichung beschleunigen.

Das Gegenteil ist eher der Fall. Seit Mitte 1997 nimmt die Spannweite der nationalen Preissteigerungen tendenziell zu. Dies deutet unverändert auf nationale Besonderheiten bei der Preisentwicklung hin. Im Jahr 2002 betrug die Spannweite zwischen niedrigster und höchster Inflationsrate 3,3 Prozentpunkte. Im historischen Vergleich ist die Streuung der Inflationsraten jedoch immer noch niedrig. Die großen Länder (Deutschland, Spanien und Italien) wiesen in der Vergangenheit vergleichbar hohe Streuungen der regionalen Inflationsraten in ihrem jeweiligen Währungsraum auf. Auch im Vergleich zu den USA liegt die derzeitige Streuung im Euroraum auf vergleichbarem Niveau.

Auf den Finanzmärkten hat sich die erwartete Zinskonvergenz eingestellt:

Sowohl auf dem Geldmarkt als auf dem Kapitalmarkt beobachten wir eine weitgehende Angleichung der Zinssätze. Eine weitere Einebnung der verbleibenden Unterschiede dürfte von Initiativen zur Schaffung eines einheitlichen Kapitalmarkts bis zum Jahr 2005 begünstigt werden.

Schließlich übt die Währungsunion eine disziplinierende Wirkung im Bereich der Fiskalpolitik aus.

Mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt wurden die Grundlagen für gesunde Staatsfinanzen im Euroraum gelegt. Mit dem Pakt werden drei Ziele verfolgt:

- Erstens        Konflikte zwischen Geld- und Fiskalpolitik sollen vermieden werden.
- Zweitens      Der Staat soll Handlungsspielraum erhalten, z.B. für das Wirken automatischer Stabilisatoren durch einen strukturell ausgeglichenen Haushalt.
- Drittens       Die Verschuldung soll gesenkt werden, um die Finanzmärkte zu entlasten und auf einen höheren Wachstumspfad einzuschwenken.

Der Stabilitätspakt hat in den letzten zehn Jahren zusammen mit den Maastricht-Kriterien in der Europäischen Währungsunion eine deutliche Verbesserung der Staatsfinanzen ausgelöst. In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre konnte die Verschuldung in Relation zum BIP in fast allen europäischen Staaten zurückgeführt werden.

Allerdings haben Deutschland und einige andere Staaten die wirtschaftlich besseren Zeiten nicht genutzt, ihre Finanzen auf eine tragfähige Basis zu stellen. Für das Versäumnis der Finanzpolitik in früheren Jahren kann der Pakt nichts. Deshalb ist die notwendige Anpassung an die Realitäten in Zeiten schwachen Wachstums umso schmerzhafter.

Mit der Währungsunion verbanden sich auch weitergehende Erwartungen auf dauerhaft höheres Wachstum und Dynamisierung der europäischen Wirtschaft. Doch das Wirtschaftswachstum im Euroraum verlief seit Einführung des Euro

eher enttäuschend. Das Pro-Kopf-Einkommen im Euro-Raum lag im Januar 1999 um ein Drittel niedriger als in den USA.

Das zentrale Problem des gemeinsamen Währungsraums ist die Wachstumsschwäche. In dieser Hinsicht wurden die Erwartungen enttäuscht. Doch hier liegen auch die Grenzen einer Geldpolitik der stabilen Preise. Wachstumspolitik ist vor allem nationale Wirtschafts-, Beschäftigungs- und Finanzpolitik. Diese müssen die Wachstumskräfte einer Volkswirtschaft stärken. Gleichzeitig darf die Sozialpolitik in all ihren Facetten die Wachstumskräfte nicht behindern.

## V

Die Probleme der größten Volkswirtschaft Europas bremsen das Wachstum im gesamten Wirtschaftsraum. Ich möchte daher nun den Fokus stärker auf Deutschland richten und über Wege zu höherem Wachstum sprechen.

Wir werden nicht mit einem Hieb den gordischen Knoten der Wachstumsstockung durchschlagen. Viele Maßnahmen sind nötig, die Wachstumsdynamik der deutschen Volkswirtschaft wieder zu beleben. Damit jede Maßnahme akzeptiert wird, auch von denen, die temporär belastet erscheinen, braucht es ein klares Gesamtkonzept, das Orientierung bietet.

Das ordnungspolitische Leitbild der Marktwirtschaft gibt den Bewertungsmaßstab für die Einzelmaßnahmen. Sie sollten auf zwei konkrete Ziele ausgerichtet werden. Wir brauchen Reformen, die

- Erstens Beschäftigung fördern, und
- Zweitens die Kapitalbildung der Wirtschaft erleichtern.

Die Lösung der Beschäftigungsmisere muss an den Problemen ansetzen. Wir müssen von den Arbeitslosen her denken und nicht von den Beschäftigten. Die Lohnpolitik muss die Wirkungen der Löhne auf die Arbeitsnachfrage im Blick behalten. Nur wenn die Lohnsteigerungen moderater ausfallen als das Wachstum der Arbeitsproduktivität gibt es überhaupt Spielraum für zusätzliche Beschäftigung. Ob es tatsächlich zu zusätzlicher Beschäftigung kommt hängt

im Einzelfall davon ab, ob die Produktivität des neu Einstellenden den geforderten Lohn rechtfertigt.

Weiter können die Tarifpartner für mehr Beschäftigung sorgen, indem sie bereits bestehende Öffnungsklauseln und flexible Elemente in den Tarifverträgen konsequent nutzen.

Auch das Schutzbedürfnis der Arbeitnehmer muss neu definiert werden. Die Abwägung sollte zwischen dem Schutz der Beschäftigten und dem Beschäftigungseintritt der Arbeitslosen erfolgen. Auch der Kündigungsschutz sollte dahingehend überprüft werden, inwiefern er in der jetzigen Form eine Einstellung von neuen Mitarbeitern verhindert.

Beschäftigung wie Kapitalbildung leiden unter der Belastung von Abgaben. Mit einer Staatsquote von 47 Prozent beansprucht der Staat in Deutschland fast die Hälfte der gesamtwirtschaftlichen Einkommen. Das ist für eine marktorientierte Wirtschaftsordnung auf Dauer zu hoch. Deshalb muss die Konsolidierung der Staatsausgaben an der Ausgabenseite ansetzen.

Haushaltskonsolidierung, wenn sie über eine sinkende Staatsquote erreicht wird, schafft Freiräume zur Entfaltung privatwirtschaftlicher Dynamik. Doch auch die Ausgabenarten spielen eine Rolle. Das übergroße Gewicht der konsumtiven Ausgaben der öffentlichen Haushalte ist zugunsten investiver Ausgaben zu reduzieren.

Die Beschäftigung leidet unter der Abgabenlast; und zwar insbesondere weil die Finanzierung der Sozialversicherungen primär durch Lohnanteile erfolgt. In der derzeitigen Form wirkt das umlagefinanzierte System wie eine zusätzliche Steuer auf Arbeit.

Da der Abgabenkeil aufgrund der demographischen Entwicklung ohnehin weiter ansteigen wird, sind Reformen der Sozialversicherungen dringend nötig.

In der Rentenversicherung sollte die kapitalgedeckte Altersvorsorge ausgebaut werden. Das Regelwerk für die private, kapitalgedeckte Vorsorge sollte vereinfacht werden.

Auch an der Lebensarbeitszeit kann angesetzt werden. Das faktische Renteneintrittsalter könnte dem formellen wieder angenähert werden. Man

könnte deutsche Kinder wie in den Nachbarstaaten mit fünf oder sechs (und nicht mit fast sieben) einschulen. Viele könnten nach zwölf Schuljahren Abitur und nach weiteren vier Jahren ihr Studium absolviert haben. Also auch am Beginn der Lebensarbeitszeit könnten einige Jahre gewonnen werden, die letztlich einen Beitrag leisten die Rentenversicherung zu stabilisieren.

Die Kapitalbildung wird wesentlich von der Besteuerung der Kapitalerträge und der Veräußerungsgewinne beeinflusst. Eine Abgeltungssteuer für Kapitalerträge wäre eine transparente und pragmatische Lösung, die zugleich den Erhebungsaufwand für die Finanzämter und die Kreditwirtschaft reduziert.

Ich glaube dass moderate Steuersätze bei gleichzeitigem Abbau von Subventionen und Ausnahmetatbeständen im Steuerrecht große Akzeptanz fänden. Das Steuersystem würde transparenter und Fehlallokationen verringert. Mit Blick darauf ist sowohl der geplante Abbau von Umsatzsteuerermäßigungen als auch von Ökosteuervergünstigungen zu begrüßen. Auch die Beschränkung der Eigenheimförderung fällt in die Kategorie des Subventionsabbaus und trägt ebenfalls zur Verringerung von Fehlallokationen bei.

Kritisch sehe ich dagegen Maßnahmen, die eher Steuererhöhungen darstellen und das Prinzip der Besteuerung nach Leistungsfähigkeit verletzen. Dies betrifft insbesondere die Einschränkung der Verlustverrechnung. Die langfristig negativen Folgen dieser Maßnahmen dürften die erwarteten Zusatzeinnahmen bei weitem übersteigen.

## VI

Eine Volkswirtschaft benötigt nicht nur verlässliche steuerliche Regelungen, die die Kapitalbildung begünstigen, sondern auch gesunde und wettbewerbsfähige Marktteilnehmer. Deshalb möchte ich zum Schluss auf die Lage der Banken in Deutschland eingehen.

Die lahrende Konjunktur und die schwachen Finanzmärkte decken die Schwächen des deutschen Bankensystems auf. Das deutsche Finanzsystem



leidet an einer strukturell bedingt niedrigen Rentabilität. Sie sind durch starken Wettbewerb und hohe Kosten. begründet.

Für alle Institutsgruppen gilt, dass der Fixkostenblock der Institute aufgrund ihrer geringen Marktanteile nicht auf ein ausreichend großes Mengengeschäft verteilt werden kann. In Deutschland versorgt eine Bankstelle rund 2000 Einwohner mit Finanzdienstleistungen – in Großbritannien oder in Schweden werden doppelt so viele Menschen von einer Zweigstelle betreut.

Die Kreditwirtschaft hat den Konsolidierungsbedarf erkannt und begonnen, Konsequenzen zu ziehen. Eine vertiefte Spezialisierung und eine ausgeweitete Arbeitsteilung sind die gängigen Lösungsansätze. Nicht alle Teile der Wertschöpfungskette müssen im eigenen Hause erbracht werden.

Eine Vielzahl an standardisierten Geschäftsvorfällen kann im Verbund oder von Fremdanbietern günstiger als vom Institut selbst erbracht werden, ohne dass der Kunde eine Qualitätsverschlechterung hinnehmen muss. Das gilt beispielsweise für den Bereich der Wertpapierabwicklung oder den Zahlungsverkehr. Ferner werden durch Unternehmenszusammenschlüsse die Fixkosten auf größere Einheiten umgelegt.

In der Tat beobachten wir eine anhaltende Konzentration im deutschen Kreditgewerbe. Die seit Jahren zu beobachtenden Fusionen unter den badischen Bezirkssparkassen und im badischen Genossenschaftssektor sind in diesem Zusammenhang der regionale Beitrag zu wettbewerbsfähigen Einheiten.

Die größeren, im internationalen Geschäft tätigen Banken sind besonders vom Abschwung an den Finanzmärkten betroffen. Sie sind überproportional von den volatilen Provisionserträgen im Investmentbanking und in der institutionellen Vermögensverwaltung abhängig. Sie verfügen über einen geringeren Anteil an relativ stabilen Zinserträgen, die die Bilanz von Sparkassen und Genossenschaftsbanken prägen.

Im Privatkundengeschäft werden von den Instituten relativ stabile Erträge erwirtschaftet. Dagegen leidet die Qualität des Kreditportfolios vieler Institute aufgrund der andauernden Wirtschaftsschwäche. Eine risikogerechte

Preisgestaltung im Kreditgeschäft und eine angemessene Risikosteuerung sind daher für alle Institute wichtige Erfolgsfaktoren.

Der Bankensektor hat in den letzten Jahren seine Risikosteuerungssysteme kontinuierlich verbessert. Die Vorbereitungen der Institute auf die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung und auf die neuen Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft haben diesen Prozess beschleunigt. Das führt dazu, dass viele Kreditinstitute ihre Portfolios bereinigen. Für eine Übergangszeit wird die Risikovorsorge daher ansteigen, bevor sich die verbesserte Kreditnehmerstruktur in höheren Erträgen niederschlägt.

Stabile, angemessene Renditen im Kreditgewerbe sind notwendig, um Eigenkapital und Reserven zu bilden, die für unvorhergesehene Ausfälle zur Verfügung stehen. Eine ausreichende Kapitalausstattung des Finanzsektors wirkt wiederum stabilisierend auf das gesamte Finanzsystem und hat positive Rückwirkungen auf die Geldpolitik.

Die deutschen Banken leiden zur Zeit unter dem Zusammentreffen mehrerer ungünstiger Entwicklungen. Sie reagieren darauf, indem sie ihre Rentabilität und Kapitalstärke verbessern. Beispielsweise durch Spezialisierung, Kostensenkung, Konsolidierung und Ausbau des Risikomanagements. Je früher und intensiver diese Maßnahmen ergriffen wurden, desto besser für die Institute.

## VII

Im fünften Jahr der gemeinsamen Währung können wir eine positive Zwischenbilanz ziehen. Der Euro hat auf den Finanz- und Gütermärkte für mehr Transparenz und Wettbewerb gesorgt. Die Stabilitätszone des Euro erstreckt sich von der iberischen Halbinsel bis zum finnischen Polarkreis. Davon profitieren Verbraucher und Unternehmen gleichermaßen.

Gleichzeitig deckt die gemeinsame Währung jedoch Defizite in einzelnen Staaten auf. Die größere Transparenz durch die gemeinsame Währung erstreckt sich auch auf die nationalen Lösungen in der Wirtschaftspolitik.

Deutschland ist auf vielen Gebieten hinter die anderen Staaten zurückgefallen und muss jetzt mutige Réformen umsetzen.

Der Euro ist ein Sinnbild für Stabilität in Europa. Gleichzeitig ist er ein Symbol dafür, dass der alte Kontinent die Kraft und die Fähigkeit hat, Neues zu wagen, um Wohlstand und Wachstum zu sichern.

\* \* \*



Sendesperfrist:  
10. Februar 2003, 17:30 Uhr MEZ

**Prof. Dr. Hermann Remsperger**

Mitglied des Vorstands

der Deutschen Bundesbank

**Strukturveränderungen im Finanzsektor aus Notenbanksicht**

Vortrag beim Bank-Seminar 2003

der Württembergischen Verwaltungs- und Wirtschafts-Akademie

Ulm, 10. Februar 2003

Notenbanker haben zwei Augen, damit sie mit dem einen auf die Stabilität des Preisniveaus und mit dem anderen zugleich auf die Stabilität des Finanzsystems achten können. Diese duale Sicht begründet unser besonderes Interesse für die Strukturveränderungen im finanziellen Sektor der Wirtschaft. Sie können nämlich nicht nur die Wirkungsweise der Geldpolitik, sondern auch die Stabilität des Finanzsystems beeinflussen. Außerdem wissen wir, dass eine wirkungsvolle Geldpolitik nur in einem stabilen Finanzsystem möglich ist.

Zum einen ist ein funktionierendes Finanzsystem also Voraussetzung für eine effektive Geldpolitik. Nur wenn geldpolitische Impulse sich in veränderten Kapitalmarkt- oder Bankzinsen sowie der Kreditvergabe und Liquiditätsbeständen niederschlagen, kann die Zentralbank ihrem Auftrag, die Geldwertstabilität zu sichern, gerecht werden. Zum anderen ist die Stabilität des Finanzsystems aber auch als ein „öffentliches Gut“ anzusehen, zu dessen „Produktion“ die Notenbank beitragen sollte.

Um diesen Beitrag leisten zu können, sind genaue Kenntnisse der Risikostruktur des Finanzsystems erforderlich. Dabei kommt es vor allem darauf an, über das einzelne Institut hinauszublicken und die Vernetzung des Finanzsektors sowie seine Abhängigkeit von makroökonomischen Faktoren zu berücksichtigen.

Dafür ist eine Notenbank gut geeignet. Auf Grund ihrer Geschäftsbeziehungen mit den Kreditinstituten, der laufenden Aufsicht und Prüfung von Banken, ihrer Präsenz am Markt und ihrer Rolle im Zahlungsverkehr hat sie die erforderlichen Kenntnisse, um auftretende Probleme rasch beurteilen zu können.

Lassen Sie mich nach diesen Vorbemerkungen nun etwas näher auf den strukturellen Wandel im Finanzsystem eingehen. Dabei werden sich zwei zentrale Ergebnisse herauschälen. Erstens ist die Finanzmarktabhängigkeit der Banken größer geworden. Und zweitens erscheint die Zwei-Säulen-Strategie der EZB gut geeignet, um den Herausforderungen gerecht zu werden, die sich für die Geldpolitik aus den Veränderungen im Finanzsystem ergeben.

## **I. Strukturveränderungen im Finanzsektor**

Zu den wichtigsten Veränderungen in der Struktur des Finanzsystems der letzten zehn Jahre gehören meiner Meinung nach

1. das Vordringen von Finanzmärkten sowie markt-mäßiger Praktiken,
2. die Konsolidierung der Finanzintermediäre und
3. die Internationalisierung von Bankgeschäften und Märkten.

Das **Vordringen der Finanzmärkte** sowie marktmäßiger Praktiken lässt sich am Besten anhand einiger weniger Zahlen verdeutlichen. In den späten achtziger Jahren wurden an den deutschen Börsen jährlich im Durchschnitt etwa eine halbe Billion € Aktien und Optionsscheine umgesetzt. Hinzu kamen Rentenwerte mit einem Umsatz von 0,8 Billionen €. Im Rekordjahr 2000 hingegen erreichte der Umsatz von Aktien und Optionsscheinen 4,6 Billionen €. Inflationsbereinigt entspricht dies einem Zuwachs von über 600 %! Mit den Kursverlusten an den Aktienbörsen sind natürlich auch die Umsätze zurückgegangen. Dennoch lagen sie selbst im vergangenen Jahr mit 2,6 Billionen € real immer noch um beinahe das Vierfache über den Werten von Ende der achtziger Jahre.

Bei den Rentenumsätzen verzeichnet die Börsenstatistik weit geringere Zuwächse. Dies liegt aber primär am Vordringen alternativer Handelssysteme, die einen Großteil der Transaktionen in Anleihen außerbörslich abwickeln. Hier liegen leider keine Zahlen über die getätigten Umsätze vor. Der Umlauf aller ausstehenden Anleihen deutscher Emittenten hat sich von 57 % des BIP im Jahr 1991 auf über 120 % Ende 2002 mehr als verdoppelt.

Das Wachstum der Finanzmärkte war zugleich mit gravierenden Veränderungen in der Funktionsweise des Finanzsystems verbunden. So ermöglicht es eine zunehmende Anzahl von Finanzinstrumenten, Risiken in

immer feinere Einzelfaktoren aufzuspalten, die separat gehandelt werden können. Manchmal fällt es in diesem Zusammenhang schwer zu glauben, dass inzwischen so gebräuchliche Instrumente wie Zinsswaps vor gerade einmal zwanzig Jahren zum ersten Mal gehandelt wurden. Noch jüngeren Ursprungs sind Kreditderivate, bei denen in den letzten Jahren Zuwachsraten von rund 80 % p.a. zu verzeichnen waren.<sup>1</sup>

Zu den Konsequenzen des rasanten Finanzmarktwachstums gehört es, dass sich Unternehmen heute wesentlich stärker an Marktindikatoren orientieren, als dies in der Vergangenheit der Fall gewesen war. Im Vordergrund steht dabei natürlich der eigene Aktienkurs. Ein hoher Marktwert sorgt für hohe Erlöse bei der Emission von Aktien oder beim Einstieg neuer Gesellschafter. Hinzu kommt, dass Unternehmen mit einem hohen Marktwert ihre eigenen Aktien oder Kapitalanteile als „Währung“ für Übernahmen einsetzen können. Dies betrifft übrigens nicht nur Aktiengesellschaften, von denen in Deutschland lediglich knapp 1.000 an der Börse notiert sind. Auch der Marktwert anderer Kapitalgesellschaften orientiert sich am Geschehen am Aktienmarkt.

Die Fokussierung auf den Marktwert des eigenen Unternehmens hat auch wichtige Implikationen auf die

---

<sup>1</sup> Der Nennwert aller offenen Kreditderivate vervielfachte sich zwischen 1998 und 2001 auf knapp 700 Mrd US-\$. Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Triennial Central



Allokation von Kapital innerhalb der einzelnen Unternehmen. Ein Kennzeichen hierfür ist die Verbreitung interner Kapitalmärkte. Einzelne Unternehmensteile stehen dabei im Wettbewerb um Kapital. Einem Unternehmen mit ausgereiften internen Kapitalmärkten fällt auch der Schritt an die externen Kapitalmärkte weniger schwer. Dabei möchte ich den Begriff „Kapitalmarkt“ weit fassen. Syndizierte Kredite oder Commercial Paper gehören genauso hierzu wie Aktien und die klassische Industrieobligation, die in Deutschland nach wie vor ein Schattendasein führt. Wichtiger als die Form des Instruments ist aber die Tatsache, dass sich die Zahl möglicher Finanzierungsquellen erhöht hat.

Natürlich tangieren diese Finanzierungsalternativen auch das Hausbankprinzip. In einem Finanzsystem mit entwickelten Märkten spielen Hausbankbeziehungen nicht mehr die gleiche Rolle wie früher. Gleichwohl sehnen sich Unternehmen gerade in schlechten Zeiten, wenn die Finanzierungsbedingungen angespannt sind, nach einer Hausbank zurück.

In der Vergangenheit genügte häufig die Exklusivität der Geschäftsbeziehung, damit eine Bank die hohen Kosten der aufwändigen Bonitätsprüfung auf sich genommen hat. Können Kreditnehmer nun jedoch leicht Mittel bei anderen Banken oder am Kapitalmarkt aufnehmen, wird die

Hausbank die Kosten der Bonitätsprüfung möglicherweise scheuen. Eine langfristige Kundenbindung ist nämlich nur dann möglich, wenn sie beiden Seiten Vorteile bringt. Der Trend zur transaktionsorientierten Finanzierung in guten Zeiten und die Zuflucht bei einer Hausbank in schlechten Zeiten sind meines Erachtens nicht kompatibel.

Insgesamt bin ich nicht der Meinung, dass das Vordringen der Kapitalmärkte mit einer verringerten Bedeutung des Banksystems einhergeht. Selbst Unternehmen, die sich ausschließlich über den Markt finanzieren, brauchen Banken, um Zugang zum Kapitalmarkt zu erhalten. In diesem Zusammenhang sprachen Franklin Allen und Anthony Santomero<sup>2</sup> von Banken als *facilitators of risk transfer*. Dies spiegelt sich u. a. in der zunehmenden Bedeutung von Provisionserträgen im Bankensektor wider. Im deutschen Bankensystem spielen die Erträge aus dem Zinsgeschäft zwar nach wie vor eine überragende Rolle, der Provisionsüberschuss hat in den letzten Jahren aber mittlerweile ein gutes Drittel des Zinsüberschusses erreicht. Bei einigen Bankengruppen, insbesondere bei den Groß- und Regionalbanken, ist seine Bedeutung sogar deutlich größer.

---

<sup>2</sup> F. Allen & A.M. Santomero (1998) „The Theory of Financial Intermediation“, *Journal of Banking & Finance*, 21, S. 1461-1485.

Neben dem Kreditgeschäft ist das Einlagengeschäft von der zunehmenden Marktorientierung der Kunden betroffen. Besonders die Spareinlagen haben in der Gunst der Anleger verloren, auch wenn sich dieser Trend in der Zinssenkungsphase der beiden zurückliegenden Jahre verlangsamt hat. Von der Marktorientierung profitiert haben dagegen die Investmentfonds. Die Fondsanlage verbindet die Vorteile von Wertpapieren – marktgerechte Renditen sowie die Möglichkeit rascher Portfolioumschichtungen – mit den geringen Losgrößen von Bankeinlagen.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht verlängert sich mit dem Vordringen der Finanzmärkte die Intermediationskette. Das Bankensystem refinanziert sich zunehmend durch die Emission von Schuldverschreibungen. In Deutschland nahm der Anteil verbriefter Verbindlichkeiten an der Bilanzsumme der Kreditinstitute von 17 % kurz nach der deutschen Wiedervereinigung auf mittlerweile 24 % zu.

Diese Verbriefung führt zusammen mit den im gleichen Zeitraum von einem guten Zehntel auf ein Fünftel der Bilanzsumme gestiegenen Wertpapierbeständen auf der Aktivseite in zweifacher Hinsicht zu einer verstärkten Marktabhängigkeit der Bankbilanzen: Zum einen können Kursschwankungen an den Aktien- und Rentenmärkten Abschreibungen zur Folge haben. Zum anderen wird die Refinanzierung der Banken stärker von laufenden Marktkonditionen abhängig. Damit erhöht sich die

Geschwindigkeit, mit der Kursschwankungen an den Finanzmärkten auf die Erträge der Banken wirken. Die **Finanzmarktabhängigkeit der Kreditinstitute** hat sich erhöht. Dies kann nicht zuletzt dann zu Problemen führen, wenn Schwierigkeiten im Kreditgeschäft hinzukommen.

Deswegen sollte das Vordringen der Finanzmärkte aber nicht primär negativ gesehen werden. Liquide Finanzmärkte bieten nämlich auch die Möglichkeit, Risiken aktiv zu steuern. Zwar gibt es bei jeder Transaktion eine Gegenpartei, die das gehandelte Risiko aufnimmt. Insofern können Märkte Risiken lediglich verteilen, nicht beseitigen. Ein effizienter Markt wird allerdings Risiken auf jene Institute übertragen, die diese am besten tragen können. Welcher der beiden Effekte überwiegt, nämlich die erhöhte Empfindlichkeit gegenüber Kursrisiken einerseits oder die Möglichkeit einer besseren Risikosteuerung andererseits, hängt letztlich vom Bankmanagement ab.

Lassen Sie mich nun mit der **Konsolidierung im Finanzsystem** zur zweiten Strukturveränderung im Finanzsystem kommen. Aus Zeitgründen muss ich mich hier auf die quantitative Konsolidierung konzentrieren. Die Zahl der Kreditinstitute in Deutschland hat sich seit 1990 fast halbiert, und zwar auf nun etwa 2 ½ Tausend Institute. Seit einigen Jahren geht zudem die Zahl Zweigstellen zurück. Mit weiterhin über 50.000 Bankstellen (inkl. Deutsche Postbank AG) kann man aber gewiss nicht

davon sprechen, dass hierdurch Lücken in der Versorgung mit Finanzdienstleistungen entstanden wären. Im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern der Europäischen Union gibt es in Deutschland weiterhin sehr viele Banken und Zweigstellen.

Trotz der Halbierung der Zahl der Banken kam es nur zu einem vergleichsweise geringen Anstieg statistischer Konzentrationsmaße, die im internationalen Vergleich weiterhin am unteren Rand liegen. Auch eine Studie aus dem Volkswirtschaftlichen Forschungszentrum der Bundesbank zeigt, dass aus der Konsolidierung des deutschen Bankensystems nicht auf einen Rückgang der Wettbewerbsintensität zwischen den Banken geschlossen werden darf. Schätzungen auf der Grundlage von Bilanz- und GuV-Daten einzelner Banken geben keine Hinweise auf einen verminderten Wettbewerbsdruck in den neunziger Jahren.<sup>3</sup> Aufgrund meiner eigenen Erfahrungen im Bankgewerbe würde ich sogar sagen, dass die Wettbewerbsintensität tendenziell eher noch zugenommen hat.

Ein Grund hierfür ist, dass die Konsolidierung des Bankensystems primär durch Übernahmen innerhalb der einzelnen Bankengruppen erfolgte. Die beteiligten Institute standen daher nur vereinzelt in direkter Konkurrenz

---

<sup>3</sup> Vgl. H.S. Hempell, Testing for Competition Among German Banks, Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 04/02, Januar 2002.

zueinander. Ein weiterer Grund ist der Einsatz moderner Datenverarbeitungs- und Kommunikationstechnologien. Er ermöglicht es den Banken, Finanzdienstleistungen einem weit größeren Kreis von Kunden anzubieten, als dies früher möglich gewesen wäre. Ich denke dabei nicht nur an das Internet. Genauso wichtig sind beispielsweise Scoring-Methoden, mit denen die Kreditvergabe standardisiert wird.

Freilich muss man auch sehen, dass es Teilsegmente von Bankgeschäften gibt, in denen nur wenige von Anbieter weltweit agieren. Ein Beispiel hierfür ist das Geschäft mit Zinsderivaten, bei dem neun Zehntel der Transaktionen zwischen Finanzinstitutionen stattfinden. Etwa die Hälfte aller Umsätze findet sogar innerhalb einer Gruppe von lediglich 60 Instituten statt, davon 7 in Deutschland.<sup>4</sup> Hier kann eigentlich nicht mehr vom deutschen, britischen oder amerikanischen Finanzsystem gesprochen werden. Vielmehr hat sich ein enges Netz, aus einer relativ kleinen Anzahl stark verflochtener, international aktiver Institute herausgebildet.

Die **Konzentration dieses Interbankengeschäfts<sup>5</sup>** auf eine begrenzte Anzahl von international tätigen Instituten stellt unter Aufsichts- und Stabilitätsaspekten eine besondere Herausforderung dar, zumal die unzureichende

---

<sup>4</sup> Siehe Deutsche Bundesbank, Rolle und Bedeutung von Zinsderivaten, Monatsbericht Januar 2003.

Transparenz dieses Interbankenmarkts auch der disziplinierenden Wirkung des Markts Grenzen setzt. Die betroffenen Banken unternehmen allerdings erhebliche Anstrengungen, um ihre Risiken richtig einschätzen zu können. Ein wichtiger Schritt hierbei war die Anerkennung bankinterner Risikomodelle zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen. Bisher betrifft dies zwar nur die Modellierung von Marktrisiken, es soll im Rahmen von Basel II aber auch auf Kreditrisiken ausgedehnt werden. Voraussetzung für den Einsatz interner Modelle ist ihre sorgfältige Kontrolle durch Spezialisten der Aufsichtsbehörden.

Den dritten Trend des Strukturwandels im Finanzsystem stellt die **Internationalisierung von Bankgeschäften und Märkten** dar. Die Globalisierung der Wirtschaft wird durch kaum eine andere Entwicklung so verkörpert wie durch das rasante Wachstum der internationalen Finanzmärkte. Die Zahlen sprechen hier fast für sich selbst. So stieg das jährliche Volumen grenzüberschreitender Wertpapiertransaktionen<sup>5</sup> in Deutschland von 4 ½ % des BIP Anfang der siebziger Jahre auf über 500 % im Jahre 2001. Einheimische Anleger halten mittlerweile ein großes Spektrum an Wertpapieren unterschiedlichster regionaler Herkunft. Zugleich engagieren sich ausländische

---

<sup>5</sup> Unter Interbankengeschäft subsumiere ich sowohl klassische Interbankenkredite als auch Wertpapier-, Derivate- und Devisengeschäfte zwischen Banken. Das Volumen des Interbankengeschäfts beträgt oft das Vielfache des Volumens der Kundengeschäfte.

Investoren in fast allen Segmenten des deutschen Kapitalmarkts.

Die Internationalisierung der Wertpapiermärkte spiegelt sich auch in einem engen internationalen Zinsverbund<sup>6</sup> sowie hohen Korrelationen an den Aktienmärkten wider. Dies bedeutet aber nicht, dass nationale Faktoren in diesem Zusammenhang überhaupt keine Rolle mehr spielen, jedenfalls nicht solange nationale oder regionale Einflüsse, etwa wirtschaftspolitischer Natur, weiter bestehen. Der internationale Preisverbund zeigt sich vor allem in der kurzen Frist, auf Tages- oder sogar Stunden- und Minutenebene. Die monatlichen oder jährlichen Kursveränderungen sind weit weniger miteinander korreliert.

Umfangreiche internationale Kapitalbewegungen sind nicht notwendigerweise gleichbedeutend mit integrierten Finanzmärkten. Es gibt aber Anzeichen, dass die internationale Mobilität von Kapital auf immer geringere Hindernisse trifft. Besonders erwähnenswert ist meiner Meinung nach die internationale Diversifizierung der Investmentfonds. Bei den Aktien ist der Anteil ausländischer Papiere am Fondsvermögen etwa doppelt so groß wie der Anteil inländischer Aktien. Es gibt also immer geringere

---

<sup>6</sup> Wertpapierkäufe zuzüglich Wertpapierverkäufe deutscher Anleger im Ausland und ausländischer Anleger in Deutschland.



Anzeichen für einen *home bias* dieser Wertpapierportefeuilles.

## II. Geldpolitische Implikationen

Die Strukturveränderungen, die ich gerade eben aufgezeigt habe, prägen natürlich auch den Rahmen, in dem sich die Geldpolitik bewegt. Betroffen sind sowohl die **Transmission zinspolitischer Impulse** als auch die Aussagekraft geldpolitischer **Indikatoren**.

So ist zunächst davon auszugehen, dass die Marktzinsen im Vergleich zu den Bankzinsen an Bedeutung gewinnen, wenn die Finanzmarktorientierung zunimmt. Trotz gewisser Substitutionsbeziehungen zwischen Markt- und Bankzinsen gibt es einen wichtigen Unterschied zwischen den beiden Zinsformen: Erfahrungsgemäß reagieren Marktzinsen schneller und stärker auf exogene Anstöße als die entsprechenden Bankzinsen.<sup>8</sup>

Über ihre Fristentransformationsfunktion tragen Banken üblicherweise ein Zinsänderungsrisiko. Sie geben Änderungen der Marktkonditionen nicht unmittelbar oder

---

<sup>7</sup> Siehe M. Kremer, Die Kapitalmarktzinsen in Deutschland und den USA: Wie eng ist der Zinsverbund, Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 2/99.

<sup>8</sup> Zur Anpassung der Kreditzinsen der Banken an die Marktzinsen siehe M. Weth, The pass-through from market interest rates to bank lending rates in Germany, Discussion paper 11/02, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, March 2002.

nicht in voller Höhe an ihre Kunden weiter. Die Zunahme marktmäßiger Finanzierungsstrukturen beziehungsweise der gestiegene Wettbewerbsdruck, der von solchen Finanzierungsmöglichkeiten auf die Bankkonditionen ausgeht, führt dann für sich genommen dazu, dass die Banken schneller und umfassender auf Änderungen der Marktzinsen reagieren als früher.

Der **Zinskanal** im geldpolitischen Transmissionsprozess dürfte daher grundsätzlich an Bedeutung gewinnen. Entsprechend könnten sich die Wirkungsverzögerungen geldpolitischer Maßnahmen verringern. Allerdings sind auch gegenläufige Entwicklungen mit ins Bild zu nehmen. Beispielsweise wird es den Banken durch verbesserten Absicherungsinstrumente gegen Kredit- und Zinsrisiken möglich, geldpolitischen Maßnahmen wie einer Zinserhöhung zumindest temporär auszuweichen. So können sie Bankkredite vergeben und in verbriefter Form am Kapitalmarkt platzieren (z.B. in Form von Asset Backed Securities). Die Einwirkungsmöglichkeit der Notenbank auf die Kreditvergabe der Banken schwächt sich dadurch eher ab. Zinsderivate, die Zinsänderungsrisiken fungibel machen, wirken in die gleiche Richtung.

Auch die stärkere internationale Verflechtung der Finanzmärkte dürfte Auswirkungen auf den Zinskanal der Geldpolitik haben. Je leichter sich Inländer im Ausland verschulden können, umso eher können sie den

Auswirkungen einer Veränderung der Notenbankzinsen ausweichen.

Erlauben Sie mir bitte, meine Damen und Herren, dass ich an dieser Stelle die grundsätzlichen Überlegungen zum Zinskanal durch eine aktuelle Anmerkung ergänze.

Es geht um die „Zinserfahrung“ nach dem Lockerungsschritt der EZB von Anfang Dezember letzten Jahres. Die Reaktionsgeschwindigkeit der Banken auf die Zinssenkung wird von vielen als zu gering empfunden. Hier muss man aber berücksichtigen, dass die Zinssenkung von Banken empfangen wird, deren Zinsmarge zumindest teilweise relativ gering und deren Ertragslage schwach ist. Tendenziell legt der erhöhte Vorsorgebedarf der Banken für schlechte Kreditrisiken eine Ausweitung der Zinsmarge nahe. Vielleicht wäre ohne eine Senkung der Leitzinsen durch die EZB sogar eine leichte Erhöhung der Kreditzinsen zu beobachten gewesen. Außerdem ist eine unterschiedliche Anpassungsgeschwindigkeit zwischen Kredit- und Einlagenzinsen in Deutschland nicht neu. Seit Dezember sind die Sätze für kurzfristige Kredite in Deutschland etwas und für Einlagen sowie für längerfristige Ausleihungen teilweise deutlich zurückgegangen. Dies entspricht dem Reaktionsmuster der Banken bei früheren Zinssenkungen. Außerdem war die Zinssenkung der EZB bereits erwartet worden, so dass sie in den Konditionen der Banken zum Teil schon vorweggenommen worden war.

Nach diesem kurzen Exkurs komme ich jetzt aber wieder auf die generellen Konsequenzen des Wandels im Finanzsystem zurück. Die zunehmende Bedeutung der marktmäßigen Finanzierungsstrukturen strahlt auch unmittelbar auf die **Kreditvergabe der Banken** aus. Grundsätzlich werden die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen durch einen leichteren Zugang zum Kapitalmarkt erweitert. Durch die bessere Substituierbarkeit der Bankkredite nimmt die Abhängigkeit der Unternehmen von den Banken ab. Die Bedeutung des in der Literatur häufig angeführten **Bankkreditkanals** für die Geldpolitik, der eine Kreditrationierung in Zeiten einer restriktiven Geldpolitik behauptet, sollte deshalb tendenziell schwächer werden.<sup>9</sup>

Dagegen kann der **Vermögenspreiskanal** an Bedeutung gewinnen, wenn sich der Anteil der Wertpapiere am Aktivgeschäft der Banken erhöht. Mit einem hohen Aktienbestand können ausgeprägte Wertschwankungen der Aktivseite der Bankbilanzen einhergehen. Werden dann Abschreibungen erforderlich, kann dies indirekt auch zu Einschränkungen bei der Kreditvergabe führen.

Wenn Sie mich in diesem Zusammenhang nach der gegenwärtig schwachen Kreditvergabe deutscher Banken

an den inländischen privaten Sektor fragen, so möchte ich jedoch vor übereilten Bewertungen warnen. Für eine Kreditrationierung in Deutschland liegen m. E. keine stichhaltigen Hinweise vor. Die derzeit geringe Dynamik der Ausleihungen an die Unternehmen und privaten Haushalte lässt sich überwiegend mit gesamtwirtschaftlichen Erklärungsfaktoren wie der Zins- und Einkommensentwicklung und damit vor allem mit einer **schwachen Kreditnachfrage** erklären. Eine gewisse Zurückhaltung der Banken bei ihrer Kreditvergabe aufgrund eines geschärften Ertrags- und Risikobewusstseins hat diese Entwicklung allerdings verstärkt.

Lassen Sie mich meine Überlegungen zu den Transmissionskanälen mit der Aussage abrunden, dass mit der Internationalisierung der Finanzmärkte auch sehr stark auf den Wechselkurskanal geachtet werden muss. Diese „Beachtung“ darf aber auf keinen Fall mit einer wechselkursorientierten Geldpolitik gleichgesetzt werden.

Die Strukturveränderungen im Finanzsektor beeinflussen natürlich nicht nur die Transmissionskanäle, sondern auch die Aussagekraft **geldpolitischer Indikatoren**. Dies lässt sich für die **Geldmenge** besonders gut verdeutlichen. Das Vordringen von Finanzmärkten und marktmäßigen

---

<sup>9</sup> Vgl. dazu auch: A. Worms, Monetary policy effects on bank loans in Germany: A panel-econometric analysis, Discussion paper 17/01, Economic Research Centre of the Deutsche

Praktiken hat nämlich auch zur Substitution von Bankeinlagen durch verbriefte Instrumente wie Repogeschäfte, Geldmarktpapiere und Bankschuldverschreibungen geführt.

Damit geht unter anderem das Problem der Identifikation der „Halterstruktur“ solcher Papiere einher. Ein Geldmengenaggregat, das die Liquiditätsbestände in Händen von Inländern messen soll, lässt sich statistisch nur schwer ermitteln. So kann es passieren, dass die Dynamik des monetären Aggregats zum Teil durch die Nachfrage von Ausländern nach marktfähigen Papieren beeinflusst wird. Das Eurosystem hat mit solchen statistischen Verzeichnungen der Geldmengendynamik einschlägige Erfahrungen gemacht. Die Korrektur von M3 um die von EWU-Ausländern gehaltenen Geldmarktfondszertifikate hatte sogar zinspolitische Konsequenzen.<sup>10</sup>

Bei alldem kommt hinzu, dass die mit einer zunehmenden Verbriefung einhergehende marktnähere Verzinsung der Geldmengenkomponenten die **Kontrollierbarkeit der Geldbestände** erschwert. Beispielsweise sollte eine Zinsanhebung die Opportunitätskosten der Kassenhaltung erhöhen und die Geldhaltung unattraktiver machen. Umfasst das Geldmengenaggregat aber auch marktnah verzinsten Anlageformen, erhöht die Zinsanhebung der

---

Bundesbank, December 2001).

<sup>10</sup> Siehe Europäische Zentralbank, Monatsbericht, Mai 2001, S. 5 und 9ff.

Notenbank auch deren Eigenverzinsung. Führt der Zinsanstieg zu einer flachen oder gar inversen Zinsstruktur, wird es für die Anleger lukrativ, Mittel aus längerfristigen Anlageformen kurzfristig in Geldmengenkomponenten umzuschichten. Die Geldmenge steigt vorübergehend statt zu sinken.

Neben der Geldmenge können nun aber auch andere national ausgerichtete Indikatoren über den Kurs der Geldpolitik tendenziell an Aussagekraft eingebüßt haben. Ein hoher **kurzfristiger Realzins** im Inland muss z. B. die Finanzierungsbedingungen heimischer Unternehmen nicht spürbar verschlechtern, wenn auf ausländische Märkte ausgewichen werden kann. Bei umfangreichen internationalen Kapitalströmen büßen schließlich auch **Kreditaggregate** an Aussagekraft ein. Die Nachfrage nach inländischen Gütern kann auch mit Geldbeständen im Ausland finanziert werden. Umgekehrt muss eine hohe inländische Kreditaufnahme kein Zeichen für eine starke Binnennachfrage sein, wenn damit zum Beispiel Investitionen im Ausland finanziert werden.

Was folgt aus all diesen Überlegungen nun für die europäische Geldpolitik? Meines Erachtens tragen die zum Teil gegenläufigen Veränderungen im geldpolitischen Transmissionsprozess und die Indikatorprobleme dazu bei, dass die Unsicherheit bei den geldpolitischen Entscheidungen eher gestiegen ist. Aber gerade deshalb

muss man nach meiner Auffassung unbedingt das Oberziel der Geldpolitik fest im Blick behalten. Eine klare Ausrichtung am **Ziel der Preisstabilität** trägt aus meiner Sicht dazu bei, die strategische Unsicherheit zu verringern.

Darüber hinaus ist eine überzeugende **geldpolitische Strategie** notwendig. Die Unsicherheit über die Bedeutung der geldpolitischen Wirkungsmechanismen und die Aussagekraft geldpolitischer Indikatoren legt meines Erachtens eine Strategie nahe, die der Komplexität des Transmissionsprozesses gerecht wird und die die Messprobleme sowie die begrenzte Aussagekraft realer und monetärer Indikatoren angemessen berücksichtigt. Eine Geldpolitik, die sich nur an einem einzelnen Indikator ausrichtet, wird rasch an ihre Grenzen stoßen.

Eine breit angelegte Analyse monetärer und realwirtschaftlicher Indikatoren vermindert dagegen das Risiko einer Fehleinschätzung der Preis- und Wirtschaftsperspektiven. Zugleich lässt sie besser erkennen, welche geldpolitischen Maßnahmen notwendig sind. Nach meiner Einschätzung ist die geldpolitische Strategie der EZB jedenfalls gut geeignet, um die Herausforderungen zu meistern, die sich aus den Strukturveränderungen im Finanzsystem ergeben.

Wie Sie wissen, sind wir im Eurosystem derzeit dabei, die geldpolitische Strategie der EZB zu überprüfen. Daher



möchte ich heute über das monetäre Konzept nicht im Detail reden. Vielmehr beschränke ich mich ganz bewusst auf 4 allgemeine Anmerkungen. Sie sollen lediglich den Kreis meiner Betrachtungen über die geldpolitischen Auswirkungen der Veränderungen im Finanzsystem schließen:

1. Es wird immer mehr anerkannt, dass die Sorge für die Stabilität des Finanzsystems zu den Notenbankaufgaben gehört. Dabei sollte man aus meiner Sicht die mögliche Bedeutung monetärer Aggregate wie der Geldmenge oder der Bankkredite an den Privatsektor als Indikatoren für die Vermögenspreisentwicklung mit in die Diskussion einbeziehen. Platzen Spekulationsblasen an den Vermögensmärkten, die durch eine zu umfangreiche Liquiditätsversorgung begünstigt werden können, kann dies nicht nur Finanzmarktkrisen herbeiführen, sondern auch die realwirtschaftliche Entwicklung schwächen und Deflationstendenzen auslösen.
2. Nach einigen Jahren der Erfahrung mit der Zwei-Säulen-Strategie stellt deren Überprüfung nach meiner Meinung einen vollkommenen natürlichen Vorgang dar. Dabei sollte die Überprüfung nicht vorschnell mit einer grundlegenden Änderung gleichgesetzt werden. Das Ergebnis der Überprüfung kann vielmehr auch die Bestandsfestigkeit der EZB-Strategie in einem von

Strukturveränderungen im Finanzsystem gekennzeichneten Umfeld sein.

3. Meines Erachtens stellt die Zwei-Säulen-Strategie der EZB vor allem eine Analysestrategie dar. Sie bildet keinesfalls eine mechanistische Handlungsstrategie. Komplex ist nicht nur die zweite, sondern auch die erste Säule. Sie geht weit über den Vergleich zwischen dem Referenzwert für M3 und der tatsächlichen Wachstumsrate der Geldmenge hinaus.
4. Die Überprüfung der geldpolitischen Strategie ist von einigen Beobachtern als Hinweis auf eine weniger preisstabilitätsorientierte Politik interpretiert worden. Diese Deutung ist falsch. Es ist und bleibt das vorrangige Ziel des ESZB, die Preisstabilität zu gewährleisten. Deswegen trete ich auch dafür ein, bei der Abgrenzung von Preisstabilität, die sich auf die mittlere Frist bezieht, nicht über eine Teuerungsrate von 2 % hinauszugehen.

\* \* \*



**Dr. Jürgen Stark**

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

**Aufgabenverteilung in der Wirtschafts- und Währungsunion -  
Testfall für die europäische Integrationsbereitschaft**

Rede bei der Europäischen Föderalismusakademie

Haus der Geschichte in Bonn

am Dienstag, 11. Februar 2003

Vor nunmehr vier Jahren wurde die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion gestartet. Das Europäische System der Zentralbanken und die Europäische Zentralbank wurden gegründet. Die geldpolitische Verantwortung wurde von den nationalen Zentralbanken auf den Europäischen Zentralbankrat übertragen.

Nach einem über Jahrzehnte dauernden Integrationsprozess und intensiver Vorbereitung in den 90er Jahren wurde 1999 der höchste denkbare Grad der Integration der Geld- und Währungspolitik erreicht: Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion.

Das Thema „Aufgabenverteilung in der Wirtschafts- und Währungsunion – Testfall für die europäische Integrationsbereitschaft“ geht über eine bloße Bewertung des bisherigen Funktionierens der WWU hinaus. Neben einer Bestandsaufnahme und einer Wertung des Erreichten möchte ich deshalb auf folgende Fragen eingehen:

1. Haben die politisch Verantwortlichen in Europa die Konsequenzen aus der WWU bereits realisiert und damit fortgesetzte Integrationsbereitschaft gezeigt?
2. Ist die Katalysatorfunktion, die der WWU zugeschrieben wurde – sowohl für Wirtschaftsreformen in Europa als auch zur Vertiefung der Integration in anderen Politikbereichen – tatsächlich wirksam geworden?
3. Wie steht es um die weitere Entwicklung der europäischen Integration?

Meine Überlegungen stützen sich dabei auf die praktischen Erfahrungen aus der Umsetzung der Geldpolitik und der Koordinierung der Wirtschaftspolitiken und sind aus dem Blickwinkel eines Notenbankvertreters im Eurosystem formuliert.

## **I. Bestandsaufnahme der Aufgabenteilung in der WWU**

Zunächst möchte ich kurz die Aufgabenverteilung in der WWU auf den verschiedenen Ebenen noch einmal verdeutlichen:

Wir sprechen von der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Also von einer Union, die sich über die Vereinheitlichung der Geld- und Währungspolitik auch auf die Wirtschaftspolitik erstreckt.

Es ist wichtig, gleich zu Beginn eine deutliche Unterscheidung zwischen dem zu machen, was als Wirtschaftsunion und dem, was als Währungsunion bezeichnet wird. Wir haben es hier mit unterschiedlichen Integrationsgraden zu tun. Denn mit dem Begriff „Union“ können unterschiedliche Formen der Zusammenarbeit wie auch des Grades an Integration gemeint sein. Die Union ist also sowohl durch gemeinschaftliche und intergouvernementale als auch völkerrechtliche Elemente gekennzeichnet.

### **1. Geld- und Währungspolitik**

Die auf die Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik des Eurosystems ist die einzige Politik in der Europäischen Union, die auf Gemeinschaftsebene entschieden wird. Die Mitgliedstaaten

haben ihre nationale Souveränität in der Geldpolitik an die Gemeinschaftsebene abgetreten.

Die geldpolitische Kompetenz wird zentral wahrgenommen, durch den EZB-Rat. Er trifft die geldpolitischen Entscheidungen im Hinblick auf die Preisstabilität des gesamten Euro-Gebiet. Auf Grund seiner Struktur – vertreten sind die sechs Direktoriumsmitglieder der EZB sowie die Gouverneure der nationalen Notenbanken – darf er nicht als „föderales Organ“ missverstanden werden. Zwar entspringt die Zusammensetzung des EZB-Rates der quasi-föderalen Struktur des Eurosystems – vergleichbar dem System der Bank Deutscher Länder als Tochter-Institut der Landeszentralbanken von 1948-1957. Von einer wirklich föderalen Struktur kann jedoch nicht gesprochen werden, da es keine Aufspaltung der Zuständigkeiten und keine vertikale Gewaltenteilung gibt.

Die vertraglich fixierte Dezentralität des Eurosystems/ESZB darf auch nicht mit dem Subsidiaritätsprinzip verwechselt werden, da dieses bei bestimmten Operationen – ein Beispiel wäre hier die Verwaltung der Währungsreserven – auch zentrale Ausführung ermöglichen würde. Diese wird im Eurosystem jedoch ebenfalls dezentral ausgeführt.

Die nationalen Notenbankgouverneure vertreten bei Entscheidungen über die Geldpolitik nicht die Interessen ihres jeweiligen Landes. Sie sollen vielmehr zu einer pluralistischen Willensbildung beitragen und haben bei ihren Entscheidungen das gesamte Euro-Gebiet im Blick. Zudem kann es keine regional

differenzierte Geldpolitik geben. Bei geldpolitischen Entscheidungen gibt es daher eine Notwendigkeit zur Zentralität.

Dezentral ist das Eurosystem jedoch bei der operationellen Umsetzung der Geldpolitik. Die nationalen Zentralbanken (NZBn) im Eurosystem sind für die dezentrale Umsetzung der Geldpolitik, das heißt die Operationen am Geldmarkt, die Organisation des Zahlungsverkehrs sowie die Bargeldversorgung verantwortlich.

## **2. Wirtschafts- und Finanzpolitik**

Die Wirtschaftsunion bedeutet nicht die Vergemeinschaftung der nationalen Politiken und beinhaltet damit auch nicht die Kompetenzübertragung auf eine Gemeinschaftsinstitution. Vielmehr sollen nach dem Vertrag die Mitgliedstaaten die Wirtschaftspolitik als „eine Angelegenheit von gemeinsamen Interesse“ betrachten. Damit haben die Mitgliedstaaten in der Wirtschaftspolitik im weitesten Sinne – also einschließlich der Haushaltspolitik und anderer Politikbereiche – ihre Souveränität im Prinzip erhalten.

Allerdings ergeben sich Einschränkungen der Souveränität. Denn der Vertrag schreibt eine enge Koordinierung der Wirtschafts- und Haushaltspolitiken vor. Und für diese Koordinierung auf Gemeinschaftsebene ist ein Rahmen mit Verfahren und Instrumenten bzw. eine Regelbindung für die nationalen Politiken vorgegeben.

Wichtigstes und zentrales Koordinierungsinstrument sind die Wirtschaftspolitischen Grundzüge (Broad Economic Policy

Guidelines – BEPG). Sie sind als gemeinsames Rahmenwerk zu verstehen, innerhalb dessen die Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten am besten zur Erreichung der Ziele der Gemeinschaft beitragen können, mit teilweise konkreten Vorgaben für die inhaltliche Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik. Die Grundzüge werden auf Gemeinschaftsebene durch den Ecofin-Rat beschlossen. Die wesentlichen Aussagen in den Wirtschaftspolitischen Grundzügen seit 1998 lauten:

- (1) Die Geldpolitik ist verpflichtet Preisstabilität zu sichern.
- (2) Die Mitgliedstaaten unternehmen nachhaltige Anstrengungen, um mittelfristig eine Haushaltsposition nahe dem Ausgleich oder einen Überschuss zu erzielen.
- (3) Die Sozialpartner setzen ihr verantwortungsvolles Verhalten fort, durch das eine Entwicklung der Löhne unterstützt wird, die konsistent mit Preisstabilität und der Schaffung von Arbeitsplätzen ist.

Die Koordinierung umfasst auch die Überwachung der Wirtschaftspolitik in den Mitgliedstaaten. Dabei geht es um die Überprüfung, ob die Wirtschaftspolitischen Grundzüge umgesetzt wurden. Wenn Abweichungen von dem vorgegebenen wirtschaftspolitischen Rahmen festgestellt werden, können konkrete Empfehlungen an einzelne Mitgliedstaaten ausgesprochen werden. Allerdings ist die Umsetzung der BEPGs nicht sanktionsbewehrt.

Darüber hinaus gibt es spezielle Koordinierungsprozesse, die sich bestimmte Aspekte herausgreifen, aber von der übergeordneten



Struktur der Grundzüge der Wirtschaftspolitik zusammengehalten werden.

Zu nennen sind hier:

- Der Luxemburg-Prozess (1997), mit dem beschäftigungspolitische Ziele verfolgt werden. Hier werden Beschäftigungspolitische Leitlinien formuliert und konkrete Zielvorgaben gemacht. In diesem Rahmen haben die Mitgliedstaaten „Nationale Aktionspläne“ aufzustellen, deren Umsetzung von der EU-Kommission überwacht wird.
- Der Cardiff-Prozess (1998) als multilaterale Überwachung der Wirtschaftsreformen in den Mitgliedstaaten. Damit soll der „Gruppendruck“ innerhalb der EU auf die Mitgliedstaaten erhöht werden.
- Schließlich der Köln-Prozess (1999) als makroökonomischer Dialog unter Beteiligung von Vertretern der Politik, der EZB und der Tarifvertragsparteien auf europäischer Ebene. Hier geht es nicht um Koordinierung der makroökonomischen Politik, sondern um den Austausch von Informationen und Einschätzungen zu wirtschaftlichen Entwicklung.

Ergänzt werden die drei „Prozesse“ durch die Lissabon-Strategie (2000), mit dem „neuen strategischen Ziel“, „die Union zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum in der Welt zu machen – einen Wirtschaftsraum, der fähig ist, ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum mit mehr und

besseren Arbeitsplätzen und einem größeren sozialen Zusammenhalt zu erzielen.“

Für die Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten in der Europäischen Union gibt es besondere Vorgaben und Verfahren des Maastricht-Vertrags. Diese Vorgaben und Verfahren wurden durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt konkretisiert und führten zu einer Regelbindung, die auf nationaler Ebene weiterwirkt.

Die Mitgliedstaaten müssen exzessive öffentliche Haushaltsdefizite vermeiden und haben sich darüber hinaus auf mittelfristig ausgeglichene bzw. überschüssige Haushalte und auf einen Abbau der Gesamtverschuldung verpflichtet. Damit ist die Souveränität in der Haushaltspolitik unter WWU-Bedingungen eingeschränkt. Auf die Einnahmen- und Ausgabenstruktur der öffentlichen Haushalte wird kein Einfluss genommen. Im Falle des nachhaltigen Verstoßes gegen die Regeln drohen Sanktionen.

Für die Wirtschafts- und Haushaltspolitik sind damit Instrumente und Verfahren für eine Koordinierung vorhanden. Die Verantwortung für diese Politiken bleibt jedoch auf einzelstaatlicher Ebene.

### **3. Einheitliche Geldpolitik in Verbindung mit koordinierter dezentraler Wirtschafts- und Finanzpolitik**

Mit der vergemeinschafteten Geldpolitik, den gemeinsamen Leitlinien folgenden nationalen Wirtschaftspolitiken und den regelgebundenen Haushaltspolitiken ist die Wirtschafts- und Währungsunion ein äußerst anspruchsvolles politisches Regime.

Die Aufgabenverteilung in der WWU kann als die Verbindung eines zentralen mit einem dezentralen Ansatz bezeichnet werden.

Bereits in den Diskussionen im Vorfeld der WWU-Entscheidungen spielte immer wieder die Frage eine Rolle, ob ein solcher Ansatz funktionieren kann oder nicht vielmehr eine zentralisierte Geldpolitik auch eine Zentralisierung der anderen Politiken erforderlich machen würde oder sogar zur Voraussetzung haben muss. Diese Diskussion wird auch heute noch geführt.

Warum wurde dieser Ansatz gewählt? Was waren die politischen und ökonomischen Gründe?

Einerseits wird politisch argumentiert: Die besondere Struktur der WWU spiegelt den Grad der Bereitschaft der Mitgliedstaaten zur politischen Integration wider. Die Wirtschaftsunion mit fortbestehender, wenn auch eingeschränkter Souveränität in der Wirtschafts- und Haushaltspolitik ist Ausdruck der dezentralen Grundstruktur als Staatengemeinschaft. Die Schaffung einer „echten“ Wirtschaftsunion würde die Umgestaltung der EU in einen Bundesstaat voraussetzen. Die Konsequenzen daraus wären die Schaffung eines zentralen Haushalts auf europäischer Ebene und die Übertragung der Zuständigkeiten für die ausgaben-trächtigen Kernbereiche der Politik sowie für die entsprechenden Steuereinnahmen. Für einen derart weitreichenden Souveränitätstransfer von den Mitgliedstaaten auf die supranationale Ebene fehlt die politische Bereitschaft. Mehr noch:

Damit ist direkt die Frage nach der Finalität des europäischen Integrationsprozesses verbunden.

Andererseits wird ökonomisch argumentiert: In einer Währungsunion - mit dem Wegfall des Wechselkurses als Anpassungsventil im Falle externer Schocks und mit einheitlichen Zinsen für das gesamte Währungsgebiet - müssen andere Anpassungsparameter zur Verfügung stehen. Eine Vereinheitlichung bzw. Harmonisierung anderer Politikbereiche nimmt die notwendige Flexibilität, um auf asymmetrische Schocks reagieren zu können.

Die Anpassung kann nur noch über die folgenden Kanäle erfolgen:

- die nationalen Haushalte im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts,
- eine an der lokalen Produktivitätsentwicklung und den dort jeweils herrschenden Arbeitsmarktbedingungen ausgerichteten Lohnpolitik sowie
- durch Strukturreformen, mit dem Ziel flexiblere Märkte zu schaffen.

Im Umkehrschluss bedeutet dies damit aber auch, dass es

- keine Sozialunion und
- keine „Vergemeinschaftung“ anderer wirtschaftspolitischer Bereiche

geben kann und darf.

#### **4. Hat der Maastricht-Ansatz funktioniert?**

Ich betrachte die ökonomische Argumentation als entscheidend für das weitere Funktionieren der WWU. Bei der Aufgabenverteilung in der WWU mit zentralisierten und dezentralisierten Politikbereichen handelt es sich nicht etwa um einen schlechten politischen Kompromiss oder eine „Institutionalisierung europäischer Unzulänglichkeiten“, sondern um ein zwar auf den ersten Blick kompliziertes, aber dennoch konsistentes Konzept, das den Konsequenzen einer Währungsunion für die Anpassungsinstrumente seiner Mitgliedstaaten Rechnung trägt.

Die Bedingungen für die nationale Wirtschaftspolitiken haben sich mit der WWU geändert. Aus der beschriebenen, sicherlich anspruchsvollen Konstruktion folgt, dass sich die politisch Handelnden an die neue Realität anpassen müssen. Verhalten und Einstellungen müssen sich ändern. Dabei muss berücksichtigt werden:

- Die Mitverantwortung der Politik auf nationaler Ebene für das Funktionieren der WWU. Die politisch gewollte Integration muss auch „gelebt“ werden.
- Entscheidungen auf nationaler Ebene in zentralen wirtschaftspolitischen Bereichen wie Haushalts-, Steuer-, Sozial- und Lohnpolitik müssen im Rahmen der Wirtschaftspolitischen Leitlinien erfolgen und Rückwirkungen im europäischen Standortwettbewerb Rechnung tragen.

Inwieweit haben die politisch Handelnden diese Realität internalisiert?

Hervorzuheben sind die enormen Konvergenzanstrengungen vor Beginn der dritten Stufe der WWU. Zu unterstreichen ist auch die Annäherung der wirtschaftspolitischen Konzeptionen als Merkmal der Integrationsvertiefung. Die Vorbereitung auf die WWU hat für die Mitgliedstaaten der EU mit der mittelfristigen Ausrichtung eine beachtliche Wende in der Wirtschafts- und Finanzpolitik gebracht. Im Großen und Ganzen war eine stärkere Hinwendung zu einer stabilitätsorientierten Politik erkennbar und damit implizit die Absage an kurzfristige Konjunktursteuerung.

Für die Zeit nach Beginn der WWU kann man folgendes festhalten:

Die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems war bislang erfolgreich. Das Zusammenwirken von NZBn mit der EZB im Eurosystem funktionierte problemlos. Die Strategie des Eurosystems ist trotz fortbestehender Kritik von anglo-amerikanisch beeinflussten Medien und Akademikern angemessen und hat geholfen, Reputation und Glaubwürdigkeit aufzubauen. Ein großer Erfolg ist die Entpolitisierung und Entnationalisierung der Geldpolitik:

- Unabhängigkeit wurde „gelebt“, trotz gelegentlicher politischer Hinweise, was geldpolitisch geboten wäre,
- tatsächlich gilt der Blick des EZBR dem gesamten Eurogebiet und wird nicht durch die nationale Brille beeinflusst.

Der Übergang zum Euro, genauso wie die physische Einführung der Euro-Banknoten und –Münzen verlief ohne Probleme. Wenn auch die Inflationsrate im Euro-Gebiet noch etwas über der vom EZB-Rat vorgegebenen Stabilitätsnorm von unter 2 % liegt, so sind doch die

aus den langfristigen Zinsen abgeleiteten Inflationserwartungen innerhalb dieser Norm.

Allerdings gibt es auch einige kritische Punkte:

- Die EZB müsste stärker (auch lautstärker) in der Öffentlichkeit als Wächter und Mahner sichtbar werden, wenn es um das Funktionieren der WWU geht.
- Die Koordinierungsprozesse in vielen Ausschüssen und Arbeitsgruppen sind oft recht schwerfällig. Die EZB ist bereits nach kurzer Zeit eine typisch europäische Institution geworden mit der damit einhergehenden „Verrechtlichung“ jedes einzelnen Vorgangs.
- Das Fehlen einer europäischen Öffentlichkeit ist ein Problem.

Die Befürchtung, dass der Wille zu solider Haushaltspolitik unmittelbar nach dem Start der WWU erlahmen würde, ist dank des Stabilitäts- und Wachstumspakts zunächst nicht eingetreten. Der Pakt soll vor allem:

- (1) die Sicherung der Geldwertstabilität im Euro-Währungsgebiet erleichtern,
- (2) durch dauerhaft tragfähige öffentliche Finanzen nachhaltiges Wachstum fördern und damit auch günstige Beschäftigungsbedingungen schaffen und
- (3) vorbereiten auf die durch die demographische Entwicklung in den nächsten Jahrzehnten abzusehenden Belastungen bei den Renten- und Gesundheitsausgaben.

Allerdings sind die Schwierigkeiten einzelner Länder, ihren haushaltspolitischen Verpflichtungen im ungünstiger gewordenen wirtschaftlichen Umfeld nachzukommen, offensichtlich.

Insbesondere die großen Länder haben die Zeiten höheren Wachstums nicht zur verstärkten Konsolidierung genutzt, so dass die nun auftretenden Probleme bei niedrigerem Wachstum gewissermaßen vorprogrammiert waren. Es gibt die deutliche Tendenz einiger Mitgliedstaaten

- dem Disziplinierungsdruck der selbst auferlegten Regeln nicht nachzukommen, sondern die Regeln zu ändern und die
- Konsequenz aus der „Schicksalsgemeinschaft“ nicht zu ziehen, sondern die nationale Souveränität in der Haushaltspolitik zu betonen.

Auch in der Wirtschaftspolitik haben sich die hohen Erwartungen an den Koordinierungsmechanismus der nationalen Wirtschaftspolitiken nicht erfüllt. Die Wirtschaftspolitik der letzten Jahre hat den Gleichlauf zwischen den Mitgliedstaaten nicht gestärkt. Wir stellen heute bei den Inflationsraten wieder größere Divergenzen als 1997/98 fest.

Bei den Grundzügen der Wirtschaftspolitik gibt es ein klares Defizit bei der Umsetzung. Hierauf soll nach dem Willen der EU-Kommission künftig stärker geachtet werden. Es gibt jedoch keine wirklich wirksamen Instrumente, um die Umsetzung einzufordern.



Die mit den Grundzügen verknüpften speziellen Koordinierungsprozesse – Luxemburg, Cardiff, Köln - sind bislang nicht mehr als bürokratische Übungen.

Der schärfere Wettbewerb und der Wegfall des Wechselkurspuffers im Euroraum verlangen auch Verhaltensanpassungen in der Lohnpolitik. Regionale, sektorale und betriebliche Besonderheiten müssen stärker als bislang beachtet werden. Dies ist besonders aufgrund der eingeschränkten Mobilität der Arbeitskräfte wichtig. Leider ist von einer größeren Flexibilität der Arbeitsmärkte und einer dezentraleren Lohnfindung bislang nur in Ansätzen etwas zu spüren.

## **II. Weitere Integration Europas**

### **1. WWU als Katalysator ?**

Unter den Befürwortern der WWU bestand die allgemeine Erwartung, die WWU werde – durch die normative Kraft des Faktischen – die große Reform- und Modernisierungschance für Europa sein. Der Anpassungsdruck, den die WWU auslöse, mache sie zu einem Katalysator für Strukturreformen. Mehr noch: die WWU wurde als entscheidender Schrittmacher für die weitere politische Integration in Europa gesehen – zumindest war dies ein Erwartungswert.

Dies hat sich nicht so schnell wie erwartet erfüllt. Der Euro bzw. die WWU konnte bislang der Katalysatorrolle nicht gerecht werden.

Besonders gilt dies für die Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitiken und deren Abstimmung auf die Erfordernisse der WWU. Die Koordinierung der Politiken erfolgt recht schwerfällig. Dies liegt nicht an unzureichenden Instrumenten und Verfahren. Sie sind vorhanden und es bedarf hier keiner Veränderung. Sie müssen nur angewandt werden.

Die WWU erfordert mehr Flexibilität auf den Güter- und Arbeitsmärkten. Wer sich in dem intensiven Standortwettbewerb in der WWU verweigert, fällt zurück. Dies zeigt sich dann u.a. in steigender Arbeitslosigkeit und höheren Staatsdefiziten. Dies zeigt sich auch in wieder zunehmenden Divergenzen bei den Wachstums- und Inflationsraten.

Die WWU verlangt auch das Befolgen gemeinsamer haushaltspolitischer Spielregeln, so wie sie im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegt sind. Es ist die Konsequenz aus der WWU, dass die nationale Souveränität in diesem Bereich eingeschränkt ist. Wer sich dieser Disziplin nicht unterwirft oder zu unterwerfen bereit ist und auf die alleinige nationale Verantwortung pocht, gefährdet auf mittlere Sicht die Stabilität des gesamten Projekts.

Gerade das Verhalten Deutschlands wird für die Zukunft des Stabilitäts- und Wachstumspaktes von entscheidender Bedeutung sein. Als größtes Mitgliedsland und als Initiator des Pakts trägt

Deutschland besondere Verantwortung für das künftige Funktionieren der WWU.

Nicht zu verkennen ist, dass der gemeinsame Binnenmarkt und die WWU den Prozess der Marktintegration und damit die grenzüberschreitende wirtschaftliche Verflechtung erheblich gefördert haben. Auch die Integration der Finanzmärkte ist ein gutes Stück vorangekommen. Sehr rasch nach dem Start der dritten Stufe der WWU gab es bereits einen einheitlichen Geldmarkt. Die Vertiefung der politischen Integration hat die WWU bislang jedoch kaum gefördert.

Woran liegt das?

- (1) Seit dem Start der WWU ist eine Reform- und Anpassungsermüdung der Mitgliedstaaten unverkennbar.
- (2) Im Konfliktfall haben politisch nationale Interessen Vorrang. Dies gilt für die Haushaltspolitik (Verletzung des Maastricht-Vertrags und Stabilitäts- und Wachstumspakt) und für die Lohnpolitik. Auch die Tarifvertragsparteien nehmen die neue Realität noch nicht genügend wahr. Konkret: „Lernprozess“ und Verhaltensanpassungen müssen beschleunigt werden.
- (3) Richtig ist auch, dass nach Vollendung der WWU die weiterführende europäische Vision fehlt. Dies hängt mit dem Mangel an politischer Führung in Europa zusammen. Und dies beginnt bei Defiziten in der Europäischen Kommission und führt weiter zu dem lange Zeit stotternden deutsch-französischen Integrationsmotor.

(4) Die Integrationsdynamik, die man vom Euro erwartete, wird zudem von der anstehenden EU-Erweiterung überlagert.

Was bedeutet das?

Es scheint offensichtlich keinen Automatismus von einem Integrationsschritt zum nächsten zu geben. Der politische Wille dafür muß vorhanden sein. Dies bestätigen schon frühere Integrationserfahrungen. Alfred Müller-Armack äußerte sich skeptisch, als er in seinen Erinnerungen 1971 resümierte: „die Hoffnung, wirtschaftliche Integration würde schon als solche zu einem politischen Zusammenwachsen der Länder führen, hat sich nicht erfüllt ... Wer die politische Union will, muß sie, wie ich glaube, direkt angehen.“<sup>1</sup>

## **2. Ziel und Finalität der Integration**

Wir müssen uns jedoch darüber klar werden, zu welchem Ziel überhaupt eine weitere Integration führen soll. Welche politische Ordnung für Europa soll angestrebt werden? Damit stellt sich die Frage nach der „Finalität der Integration“, die in letzter Zeit wieder vermehrt diskutiert wird. Während bereits kurz nach dem II. Weltkrieg die „Vereinigten Staaten von Europa“ als Ziel postuliert wurden, sind heute eher pragmatischere Zielvorstellungen zu vernehmen. Die politische Finalität wird heute – mit der immer größer werdenden Zahl von Mitgliedstaaten – weniger ambitiös formuliert.

---

<sup>1</sup> Alfred Müller-Armack: Auf dem Weg nach Europa, Erinnerungen und Ausblicke, Tübingen, S. 41.

Ungeachtet dieser Diskussionen gab es nie ein vertraglich fixiertes Integrationsziel in Europa. Vielmehr war die europäische Integration immer ein gradueller Prozess.

Im Maastricht-Vertrag wurde neben dem Ziel der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion zwar auch das Ziel der Europäischen Union in den Vertrag aufgenommen. Es bleibt jedoch sehr vage. In der Präambel des Unionsvertrags wurde das Ziel „... einer immer engeren Union der Völker Europas, in der die Entscheidungen entsprechend dem Subsidiaritätsprinzip möglichst bürgernah getroffen werden ...“ festgelegt.

Die Bundesbank hatte immer eine „umfassende Politische Union“ (PU) als notwendige Ergänzung zur WWU gefordert: – Zitat ZBR-Stellungnahme: „Letzten Endes ist eine Währungsunion ... eine nicht mehr kündbare Solidargemeinschaft, die nach aller Erfahrung für ihren dauerhaften Bestand eine weitergehende Bindung in Form einer umfassenden politischen Union benötigt.“<sup>2</sup>

Dies darf aber nicht dahingehend missverstanden werden, dass PU eine Zentralisierung und Vereinheitlichung auf allen Ebenen bedeuten oder erfordern würde. Vielmehr ist in vielen Bereichen mehr Wettbewerb erforderlich – auch auf staatlicher Ebene. D.h. für die WWU – bzw. EGV-Säule der Union – ist nicht die weitere institutionelle Zentralisierung entscheidend, sondern die Anpassung des Verhaltens an die Bedingungen der WWU.

Mit der Schaffung der WWU und dem Versuch auch die politischen Säulen „Gemeinsame Außen- und Sicherheitspolitik“ und „Innen- und Rechtspolitik“ zu stärken, wurden gewisse Merkmale einer möglichen Finalität des Integrationsprozesses erkennbar.

In den Verträgen von Maastricht und Amsterdam wurden aber auch Grenzen des Integrationsprozesses festgelegt, nämlich

- die Achtung der nationalen Identität der Mitgliedsstaaten in ihrer Geschichte, Kultur und Tradition sowie
- das Subsidiaritätsprinzip.

Die Gemeinsame Außen- und Sicherheitspolitik (GASP) und Justiz und Inneres (J&I) sind nach wie vor auf intergouvernementale Zusammenarbeit ausgerichtet.

Bei der „Gemeinsamen“ Außen- und Sicherheitspolitik ist dies nicht unbedingt in der Bezeichnung erkennbar. Ungeachtet gemeinsamer Institutionen, wie der inzwischen in die EU integrierten Verteidigungsgemeinschaft WEU, den hohen Vertreter für die GASP und Ansätze für eine gemeinsame „Eingreiftruppe“ geht die GASP nicht über den Status der intergouvernementalen Zusammenarbeit hinaus.

Betrachtet man die unterschiedlichen historisch gewachsenen Interessen der Mitgliedstaaten, stellt sich die Frage, ob wir – selbst bei Vorliegen der institutionellen Voraussetzungen – wirklich eine „Gemeinsame“ Außen- und Sicherheitspolitik erreichen könnten.

---

<sup>2</sup> Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Oktober 1990, S. 41-45

Die Krisen der letzten Jahre auf dem Balkan und im Nahen Osten zeigen deutlich, dass die europäischen Staaten in einer Art „historischem Reflex“ zunächst sich der Position zuwenden, die sie grundsätzlich aus langer Tradition heraus innehatten. Kulturelle und historische Differenzen führen dazu, dass z. B. in der ersten Phase der Krise auf dem Balkan unterschiedliche Positionen eingenommen wurden. Die Irak-Krise zeigt erneut, wie schwer sich die Europäer mit gemeinsamen Positionen tun.

Könnte unter diesen Bedingungen eine europäische Außenpolitik – z. B. entschieden durch qualifizierte Mehrheit und ausgeführt durch einen gemeinsamen europäischen Sitz im Weltsicherheitsrat – wirklich von Dauer und erfolgreich sein? Hier sind ernste Zweifel angebracht. Allerdings wäre eine echte Vergemeinschaftung bei der Außenpolitik aus integrationspolitischer Sicht zu begrüßen. Denn die Außenpolitik ist der klassische Bereich hierfür.

Das Problem einer historisch gewachsenen Heterogenität betrifft auch die - nach wie vor intergouvernementale – Zusammenarbeit bei Justiz und Inneres. Die Anwendung des „WWU-Modells“ der Integration – gemeinsamer Rahmen/nationale Umsetzung - würde eine Angleichung der Rechtssysteme erfordern. Während eine Angleichung der Rechtssysteme vielleicht noch am ehesten eine Chance auf Realisierung hat, sollte in der Innenpolitik streng auf die Beachtung der Subsidiaritätsgrundsatzes geachtet werden, um die Nähe zu den Bürgern und den lokalen Verwaltungsstrukturen nicht zu verlieren.

### **3. Schlussbemerkungen**

Eine Betrachtung der Integrationsfortschritte und -aussichten der Europäischen Union insgesamt ergibt somit ein gemischtes Bild.

Auch mit dem Vertrag von Nizza hat die Europäische Union nicht in dem Maße eine Vertiefung erfahren, wie dies erhofft und für notwendig erachtet wurde.

Inzwischen ist der EU-Konvent zur Zukunft Europas mit der Ausarbeitung einer Verfassung für die Europäische Union befasst. Inwieweit der Weg zu einer Verfassung auch zu faktischen Integrationsfortschritten führen wird, bleibt abzuwarten.

Die WWU hat bislang die Rolle als Katalysator für strukturelle Reformen und die vertiefte politische Integration nicht wie erwartet erfüllt. Im Vorfeld wurde argumentiert, dass die sich durch den Euro ergebenden Sachzwänge helfen können, die nationalen Widerstände zu überwinden. Es besteht jedoch offensichtlich kein Automatismus, wenn Akteure nicht bereit sind, ihr Verhalten anzupassen.

Die Errichtung der WWU erfordert, um dauerhaft zu sein, eine Weiterentwicklung der PU. Rein „technisch“ gesehen „reicht“ der Stabilitäts- und Wachstumspakt mit Regelbindung für die Haushaltspolitik zur Absicherung der auf die Erhaltung der Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik. Verhaltensänderungen – das heißt vor allem die Anpassung an die durch die WWU



geänderten Bedingungen und damit die Freiheitsgrade wirtschaftspolitischen Handelns - sind ohnehin mindestens genauso wichtig wie Institutionen. Eine Harmonisierung über eine politische Union hinaus (Beispiel: Sozialunion oder Löhne und Gehälter) könnte sogar die Wirtschafts- und Währungsunion gefährden, da dies die Marktflexibilität beeinträchtigen würde.

Langfristig gesehen kann jedoch nur eine verstärkte PU dem WWU-Projekt – gerade auch international – Glaubwürdigkeit verleihen. Diese müsste aber insbesondere bei den anderen Säulen vorangetrieben werden, da die WWU keiner Vereinheitlichung, sondern des Wettbewerbs der Wirtschaftspolitiken bedarf. Für die Realisierungschancen einer verstärkten politischen Union ist der politischer Wille hierzu von entscheidender Bedeutung.

Es ist allerdings eine offene Frage, ob auf Dauer eine auf technischer Ebene gut abgesicherte Währungsunion Bestand haben kann, ohne ein immer wieder neu von der Politik durch konkrete Handlungen abgegebenes Bekenntnis zu den für das Gelingen der Währungsunion vereinbarten Verfahren und Regeln. Dies wäre für den langfristigen Erfolg der Währungsunion wichtiger als wohlklingende Worte und Erklärungen.

Nur wenn dies begriffen wird und die Akteure ihr Verhalten den durch die WWU veränderten Bedingungen anpassen, kann die WWU dauerhaft ein Erfolg sein.

Sendesperfrist:  
27. März 2003, 15:00 Uhr MEZ



**Ernst Welteke**

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Mittelstandsfinanzierung vor dem Hintergrund  
aktueller Entwicklungen im Finanzsektor**

Rede beim Unternehmerforum Druck und Medien  
des Bundesverbandes Druck und Medien e.V.

in Wiesbaden

am 27. März 2003

Die Druckindustrie gehört zu den Branchen, die sich im Zeitalter der Digitalisierung am stärksten wandeln. Ganze Berufsbilder wie das des Schriftsetzers sind nahezu verschwunden, neue Berufsbilder wie „Mediengestalter/in“ sind entstanden. Die Dynamik der Branche „Druck und Medien“ ist beeindruckend. Wo vor nicht einmal zwanzig Jahren noch Lehrlinge aus dem Bleisatz zu befreundeten Druckereien geschickt wurden, um das „typografische Augenmaß“ zu holen — Hauptsache schwer und sperrig! —, versteht man sich heute als universeller Mediendienstleister.

Manches aber ändert sich nicht. Schon Johannes Gutenberg musste sich mit Finanzierungsproblemen herumschlagen. 1450 finanzierte er seine erste richtige Druckerwerkstatt über ein Darlehen des Kaufmanns Johannes Fust. Das ging schon damals nicht ohne Kreditsicherheiten: Gutenberg musste seine Maschinen dafür verpfänden. Wenig später nahm Gutenberg bei Fust einen weiteren Kredit auf, kam jedoch bald mit den Zins- und Tilgungsleistungen in Verzug.

Im daraufhin angestregten Prozess wurde dem Kreditgeber ein Großteil von Gutenbergs Druckerwerkstatt zugesprochen. Diese erste Unternehmenspleite in der Geschichte der Druckindustrie allerdings hat den Aufstieg der Branche nicht gebremst. Die „schwarze Kunst“ hat die Weltgeschichte trotzdem geprägt, und das nicht zu knapp. Nicht von ungefähr wurde Gutenberg daher zum „Mann des Millenniums“ gekürt.

Finanzierungsfragen und -probleme gehören in Ihrer mittelständisch geprägten Branche auch nach 550 Jahren noch zum Alltag. Die schnelle Entwicklung der Finanzmärkte — auch hier ist die Digitalisierung eine treibende Kraft — verändert die Unternehmensfinanzierung weltweit.

Ich möchte Ihnen heute Nachmittag nach einem kurzen Überblick über die konjunkturelle Lage die aktuellen Entwicklungen im Finanzsektor skizzieren. Anschließend möchte ich Ihnen darlegen, welche Auswirkungen das aus meiner Sicht auf die Mittelstandsfinanzierung haben wird. Mein zentrales Ergebnis wird es sein, dass es entscheidend darauf ankommt, die Eigenkapitalbasis mittelständischer Betriebe zu verbreitern.

I.

In den letzten Jahren ist immer klarer geworden, dass es um die deutsche Wirtschaft in vielerlei Hinsicht nicht gut bestellt ist. Deutschland ist gegenüber seinen Partnerländern weit zurückgefallen. Sorge bereitet dabei weniger die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft — wie manchmal vermutet wird. Die Exporte haben sich unter den gegebenen Bedingungen jedenfalls recht gut gehalten. Wenn ich recht im Bilde bin, ist das auch in der Druckindustrie so.

Die Schwachstelle ist vielmehr nach wie vor die Binnennachfrage. Insbesondere der Einbruch der Investitionstätigkeit in den letzten Jahren, aber auch die Zurückhaltung der Verbraucher dämpfen das wirtschaftliche Wachstum.

Die Geldpolitik der EZB stand und steht einem stärkeren Wachstum sicher nicht im Weg. Der „monetäre Mantel“ ist schon seit längerem reichlich bemessen und die Zinsen am Geldmarkt sowie am Kapitalmarkt sind — nicht erst seit den beiden letzten Zinssenkungsschritten von Anfang Dezember und März — ausgesprochen niedrig.

An dieser insgesamt positiven Einschätzung der monetären Bedingungen ändert auch die Tatsache nichts, dass sich der Euro in den letzten Monaten (trotz der jüngsten Kurskorrektur nach unten) per saldo deutlich gegenüber seinem Vorjahres-Stand aufgewertet hat. Im Zusammenhang der Höherbewertung des Euro ist es zu Kapitalzuflüssen gekommen, die tendenziell zinssenkend wirkten. Außerdem wurde der ölpreisbedingte Teuerungsimpuls von Seiten des Wechselkurses deutlich abgemildert.

Die günstigeren Preisperspektiven, die letztlich den Spielraum für die Zinssenkungen eröffneten, werden die Ausgabebereitschaft der privaten Haushalte positiv beeinflussen. Im März lagen die Verbraucherpreise in Deutschland um 1,2 Prozent über dem Vorjahresniveau (VPI-Vorausschätzung).

Mit Blick auf die zuvor geschilderten Wachstumsprobleme der deutschen Wirtschaft ist aber von der Geldpolitik ohnehin nicht die entscheidende und durchgreifende Hilfe zu

erwarten: Zum einen steht die einheitliche Geldpolitik in der Währungsunion nicht zur Lösung länderspezifischer Probleme zur Verfügung.

Zum anderen lassen sich die Wachstums- und Vertrauensprobleme, unter denen die deutsche Wirtschaft leidet, nicht mit monetären Mitteln beheben.

Die damit angesprochenen wirtschaftspolitischen Problembereiche betreffen ein breites Spektrum von Politikfeldern: Von der Finanz- und Steuerpolitik über die Sozialversicherungen und die Regulierung des Arbeitsmarktes bis hin zur Bildungspolitik.

Der Bundeskanzler ist in seiner Regierungserklärung vom 14. März auf diese Herausforderung eingegangen. Er hat dabei betont, dass nicht mehr verteilt werden kann, als vorher erwirtschaftet wurde und dass deshalb die Eigenverantwortung gefördert und mehr Eigenleistung gefordert werden müsse.

In diesem Sinne enthält das angekündigte Reformpaket eine Reihe wichtiger Maßnahmen, insbesondere in den Bereichen der Arbeitslosenversicherung und Sozialhilfe.

Wie Sie wissen, haben auch wir uns kürzlich in dem Papier „Wege aus der Krise“ im Einzelnen zu diesem Fragenkomplex geäußert. Es sollte deutlich machen, dass sich nach unserer Auffassung nur durch die Bündelung von Reformmaßnahmen zu einer konsistenten, mittelfristig angelegte Gesamtstrategie die Lähmung der Wirtschaft überwinden lässt.

Wichtige ökonomischen Voraussetzungen dafür sind gegeben: Deutschland verfügt über eine gute Infrastruktur und eine im internationalen Wettbewerb erfolgreiche Industrie. Hinzu kommen eine hohe Arbeitsproduktivität der Beschäftigten und — trotz aller Probleme, welche die Ertragskraft unserer Banken derzeit schwächen — ein insgesamt leistungsfähiger Finanzsektor.

## II.

Wirtschaftswachstum entsteht vor allem dadurch, dass kleine und mittlere Unternehmen neues Geschäft schaffen. Neue Geschäftsmodelle werden erprobt, viele sind erfolgreich,

manche scheitern. So vollziehen sich auf der Mikroebene diejenigen Veränderungen, die auf der Makroebene als Strukturwandel wahrnehmbar sind. Strukturwandel sichert unsere internationale Wettbewerbsfähigkeit und unseren Wohlstand.

Strukturwandel kann sich nur da vollziehen, wo unternehmerische Initiative sich möglichst frei entfalten kann. Die unternehmerischen Tugenden Risikobereitschaft, Leistungswillen und Eigenverantwortung werden in der Wirtschaftspolitik wieder mehr Gewicht bekommen müssen. Nur so wird Deutschland seine frühere Wachstumsdynamik wiedererlangen. Die stärkste wirtschaftliche Dynamik geht von den mittelständischen Unternehmen aus. Ihre Finanzierung ist stark fremdkapitallastig. Nach der Innenfinanzierung ist der Bankkredit die zweitwichtigste Finanzierungsquelle kleiner und mittlerer Unternehmen. Die Eigenkapitalquoten variieren sehr stark nach Unternehmensgröße und nach Branche. Das Verarbeitende Gewerbe, zu dem auch die Druckindustrie zählt, ist mit einer Eigenkapitalquote von 24 % vergleichsweise gut kapitalisiert, im Gegensatz zu Branchen wie der Bauindustrie (1,8%) und dem Handel (2,2%).

Die Eigenkapitaldecke der deutschen Unternehmen ist im internationalen Vergleich — insbesondere mit den USA — sehr dünn. Im EU-Vergleich liegen wir im Mittelfeld. Bei internationalen Vergleichen ist allerdings große Vorsicht angebracht. Unterschiede in den Rechnungslegungsregeln sowie der Unternehmensbilanzstatistik tragen in nicht unerheblichem Umfang zu den Unterschieden bei den Eigenkapitalquoten bei. Vom deutschen Steuer-, Bilanz- und Insolvenzrecht gehen starke Anreize zur Fremdfinanzierung aus. Die geringen Eigenkapitalquoten in Deutschland sind die folgerichtige Anpassung der Unternehmer an ihr institutionelles Umfeld.

Eine Erklärung für die dünne Eigenkapitaldecke deutscher Unternehmen ist die hierzulande hohe Zahl von Einzelunternehmen. Deren niedrige Eigenkapitalquote hat ihre Ursache im Gestaltungsspielraum bei der Abgrenzung zwischen betrieblichem und privatem Vermögen, die sie zur Minimierung ihrer Steuerschuld nutzen. Werden Schulden in die betriebliche und wird Finanzvermögen in die private Sphäre verlagert, dann verringert sich die steuerliche Belastung. Da Einzelkaufleute aber stets mit ihrem gesamten Vermögen

haften, ist die Haftungsbasis bei Unternehmen dieser Rechtsform in der Praxis höher als es ihre bilanzielle Kapitalstruktur anzeigt.

Zu den rechtlichen Anreizen kommt ein bankenzentriertes Finanzsystem. Die direkte Finanzierung über den Kapitalmarkt hingegen spielt hierzulande, im Gegensatz zu den angelsächsischen Ländern, noch eine vergleichsweise geringe Rolle. Die Beziehung der Unternehmen zu ihrer Hausbank ist hingegen meist eng und langfristig angelegt. Von Kreditinstituten ausgereichte Finanzierungen stehen den Unternehmen in der Regel langfristig zur Verfügung, was in anderen Ländern eher unüblich ist.

Nicht zuletzt sind die Kreditfinanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen wegen des scharfen Wettbewerbs im deutschen Bankensektor günstig. Dabei drückten die durch die Staatshaftung kostengünstigen Refinanzierungsmöglichkeiten des Sparkassensektors zusätzlich auf die Margen im Kreditgeschäft. So wurde die Fremdfinanzierung eine kostengünstige Form der Kapitalbeschaffung für die Unternehmen. Das ändert sich jedoch gerade.

### III.

Die Angebotsseite des Marktes für Finanzierungen steckt in einem tief greifenden Veränderungsprozess. Das gilt sowohl für die Kreditinstitute als auch für die Finanzmärkte. Lassen Sie mich mit den Kreditinstituten beginnen.

Die deutschen Banken stehen seit langem in einem scharfen Wettbewerb untereinander. 2.400 Institute unterhalten ein im Vergleich zu anderen Ländern sehr dichtes Zweigstellennetz. Das impliziert hohe Kosten und scharfe Konkurrenz um die Erträge. Diese Problematik ist seit langem bekannt.

Die gute Ertragslage in der Boomphase der Finanzmärkte in den späten Neunzigerjahren verschaffte den Banken noch einmal Aufschub bei der Lösung ihres Strukturproblems. In der fast grenzenlosen Zuversicht dieser Zeit fielen zudem bei einigen Instituten geschäftspolitische Fehlentscheidungen, die jetzt in der schwächeren konjunkturellen Situation schwer auf der Ertragsrechnung lasten. Das Kreditgewerbe geht die Probleme auf der

Kostenseite entschlossen, bei der Frage der zukünftigen Geschäftsausrichtung allerdings etwas zögerlicher an.

Seit einiger Zeit müssen die Banken im Kreditgeschäft steigende Ausfälle verkraften. Sie spiegeln sich in einer zurückhaltenderen Kreditvergabe wider. Die Banken sind bestrebt, ihre Kreditportfolien zu straffen. Sie bemühen sich darum, die Risikostruktur ihrer Ausleihungen zu verbessern. Stärker als bisher üblich entscheidet die Bonität darüber, ob und zu welchen Konditionen ein Kredit ausgereicht oder prolongiert wird.

Kreditnehmer müssen einen genaueren Einblick in ihre Geschäfte gewähren. Ihre Branchenzugehörigkeit, ihr Geschäftsmodell, ihre Investitionsvorhaben und ihre Bilanzen, insbesondere ihre Eigenkapitalausstattung, werden kritischer geprüft als das in der Vergangenheit der Fall war. Vor allem Unternehmensgründer sehen sich steigenden Anforderungen gegenüber, zumal sie noch keine Bilanzen vorlegen und eher wenig Kreditsicherheiten anbieten können. Risiken und Chancen werden differenzierter behandelt.

Die letztlich vereinbarten Konditionen variieren stärker mit dem Ergebnis der Bonitätsprüfung. Gute Risiken bezahlen geringere Zinssätze für ihre Darlehen, während Kreditnehmer mit höherer Ausfallwahrscheinlichkeit eine Risikoprämie entrichten müssen. Die Zeiten der Durchschnittskalkulation sind vorbei.

Die Konditionenspreizung und die gestiegenen Transparenzanforderungen sind für einzelne Kreditnehmer zweifellos unangenehm. In einer schwächeren Bonität begründete höhere Kosten für die Fremdfinanzierung können Investitionskalkulationen zunichte machen.

Auf der anderen Seite aber eröffnet eine stärkere Differenzierung auch Unternehmen mit geringerer Bonität den Zugang zum Bankkredit. Wo sie bisher durch das Raster fielen, können sie nun — zu einem entsprechend höheren Preis — einen Kredit erhalten. Die zunehmend maßgeschneiderte Fremdfinanzierung begünstigt den Strukturwandel. Neue, rentable Geschäftsideen können verwirklicht werden, während nicht mehr rentable Projekte keinen Kredit mehr haben.



Die Bankenaufsicht — die Bundesbank ist daran maßgeblich beteiligt — ist bestrebt, den Kreditinstituten einen Rahmen zu setzen, der die Stabilität des Finanzsystems fördert. Weil Schieflagen im Bankensektor häufig durch eine unzulängliche Handhabung des Kreditgeschäfts verursacht werden, hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin kürzlich Mindestanforderungen für das Kreditgeschäft der Banken festgelegt. Sie beschreiben Rahmenbedingungen für die Organisation und die Handhabung des Kreditgeschäfts und zielen auf eine Schärfung des Risikobewusstseins der Banken.

Zunehmend steuern Banken ihre Risiken aktiv. Das Finanzsystem wird dadurch insgesamt stabiler und weniger krisenanfällig.

Im letzten Quartal des vergangenen Jahres sind die Kreditausreichungen der deutschen Banken an den Unternehmenssektor (ggü. Vorquartal) leicht gesunken. Die zurückhaltendere Kreditvergabepolitik der Banken vor dem Hintergrund ihres geschärften Risikobewusstseins hat dabei eine Rolle gespielt. Aber auch die Kreditnachfrage der Unternehmen ist sehr verhalten. Bei eingetrübten konjunkturellen Aussichten und im Bemühen um eine Konsolidierung ihrer Bilanzen ist ihr Nettokapitalbedarf gering. Eine Kreditklemme, die manche Beobachter befürchten, ist jedoch nicht eindeutig festzustellen. Denn in der momentanen Situation haben beide Seiten des Marktes per saldo wenig Interesse an einer Ausweitung der Kreditbeziehungen.

Das vorsichtigere Kreditvergabeverhalten der Banken wird von kritischen Beobachtern auch auf die Vorbereitungen zu einer neuen Vereinbarung über die Eigenkapitalanforderungen für Banken — „Basel II“ — zurückgeführt. Das überzeugt mich nicht.

Der Basler Akkord sieht vor, dass international tätige Banken Eigenkapital in Höhe von mindestens acht Prozent ihrer risikogewichteten Aktiva vorhalten müssen. „Basel II“ wird — voraussichtlich ab 2006 — die Risikogewichtung modernisieren. Für riskantere Kredite muss in Zukunft mehr Eigenkapital bereitgehalten werden, für weniger risikobehaftete Ausleihungen weniger. Insgesamt soll — darüber besteht große Einigkeit — der Kapitalbedarf gegenüber dem Status quo nicht steigen. Es wird aber in Zukunft differenzierter zugehen. Die Kreditkonditionen werden die Kosten des für einen Kredit bereitzuhaltenden

Eigenkapitals beinhalten. Dabei werden solche Banken, die eine ausgefuchste Risikosteuerung betreiben, mit niedrigeren Eigenkapitalanforderungen belohnt.

Bedroht Basel II nun den deutschen Mittelstand? Ich meine nicht. Kredite bis zu einer Mio. Euro an Privatleute und Unternehmen werden unter die günstigen Regeln für das Retailportfolio fallen, für das die Kreditrisiken pauschal und nicht individuell erfasst werden. Das betrifft rund 90 Prozent der steuerpflichtigen Unternehmen in Deutschland. Nach dem derzeitigen Verhandlungsstand wird auch für langfristige Kredite an kleine und mittlere Unternehmen kein höheres Eigenkapital vorgehalten werden müssen.

Vorläufige Ergebnisse der jüngsten Auswirkungsstudie zeigen sogar an, dass Kredite an den Mittelstand in Zukunft mit weniger Eigenkapital zu unterlegen sein werden als bisher. Eine generelle Verschlechterung der Finanzierungskonditionen für Mittelständler ist in „Basel II“ gerade nicht angelegt.

Basel II wird festschreiben, was die Banken aus eigenem Geschäftsinteresse bereits in Angriff genommen haben. Ich will aber nicht ausschließen, dass die Aussicht auf eine neue Eigenkapitalvereinbarung den Übergang zur risikogerechten Bepreisung von Krediten wie ein Katalysator beschleunigt.

#### IV.

Auch auf der Kapitalmarktseite vollziehen sich tief greifende Veränderungen, die die Finanzierungsgewohnheiten des Mittelstandes beeinflussen werden.

Ein wichtiges Schlagwort heißt „Disintermediation“. Große Unternehmen beschaffen sich Fremdmittel nicht mehr nur über Kreditlinien ihrer Hausbank, sondern sie gehen immer öfter direkt an den Kapitalmarkt. Die Rolle der Banken wandelt sich. Ein Teil ihres Kreditgeschäfts wird zum Investmentbanking, ein Teil ihres Zinsgeschäfts zum Provisionsgeschäft.

Der Markt für Unternehmensanleihen hat sich nicht zuletzt unter dem Einfluss der Gemeinschaftswährung rasant entwickelt. Seit Beginn der Währungsunion im Januar 1999

bis zum Jahresende 2002 hat sich der Umlauf von Unternehmensschuldverschreibungen deutscher Emittenten auf 36 Mrd. Euro verneunfacht. Der direkte Gang an den Kapitalmarkt steht jedoch nur großen Mittelständlern offen. Bei einer Mindestlosgröße von rund 25 Mio. Euro wurden bislang nur wenige echte Mittelstandsanleihen platziert. Die Fixkosten einer Emission sind hoch, nicht zuletzt ist ein Rating erforderlich.

Disintermediation nützt aber nicht nur Großunternehmen, die selbst als Nachfrager am Kapitalmarkt auftreten können. Sie eröffnet auch kleinen und mittleren Unternehmen, deren Kapitalbedarf weit unter dem kapitalmarktüblichen Transaktionsvolumen liegt, neue Finanzierungschancen. Und zwar auf zwei Wegen:

Der eine ist der indirekte Marktzugang. Banken reichen Kredite an mittelständische Unternehmen aus; verkaufen sie aber an eine Zweckgesellschaft, die einen so entstehenden Pool von kleineren (und hinreichen ähnlichen) Krediten verbrieft und als „Asset Backed Security“ an den Kapitalmarkt bringt. Wo ist der Vorteil für den Kreditnehmer, was unterscheidet dieses Verfahren vom klassischen Bankkredit? Eine Bank, die zum Beispiel keine weitere Konzentration von Branchenrisiken in ihrem Kreditportfolio wünscht, wird Unternehmen dieser Branche wieder Kredit gewähren, wenn sie dieses Risiko dank der Verbriefung nicht in ihrer Bilanz behalten muss. Sie reicht das Kreditrisiko weiter an Kapitalgeber, die es zu tragen bereit sind. Der Preis muss natürlich auch hier risikogerecht sein.

Der zweite Weg, auf dem Unternehmer mit kleineren Finanzierungsvolumina von der Disintermediation profitieren können, ist derzeit noch ein Gedankenspiel. Es gibt Überlegungen, dass sich — analog zu den Einkaufsgemeinschaften — kleine und mittlere Unternehmen zu Finanzierungsgemeinschaften zusammenschließen, um so gemeinsam die kritische Größe für einen direkten Gang an den Kapitalmarkt zu erlangen.

Für kleinere Mittelständler aber wird in näherer Zukunft der Bankkredit die Hauptquelle für Fremdkapital bleiben. Daneben werden Finanzierungsformen wie Leasing und der systematische Forderungsverkauf (Factoring), der in Deutschland noch wenig entwickelt ist, weiter an Bedeutung gewinnen.

Wenn der Bankkredit aus Sicht der Mittelständler weiterhin — neben der Innenfinanzierung — die wichtigste Finanzquelle bleibt, die Banken ihre Ausleihungen aber restriktiver handhaben, steigen in kleinen und mittleren Unternehmen die Ansprüche an das Finanzmanagement. Eine stiefmütterliche Behandlung von Finanzierungsfragen kann sich der Mittelstand immer weniger leisten.

Große Aktiengesellschaften betreiben „investor relations“ gegenüber ihren Aktionären. Ähnlich aktiv und offensiv wird der Mittelstand gegenüber den Banken — und auch anderen Kapitalgebern — agieren müssen. Dazu müssen viele Unternehmer über ihren Schatten springen. Die Bereitschaft, Einblicke in das Unternehmen, seine Vermögens- und Ertragslage zu gewähren, ist bei mittelständischen Unternehmen eher schwach ausgeprägt. Kapitalgeber aber verlangen mehr Offenheit und mehr Transparenz. Das sollte man nicht nur negativ sehen, sondern als Chance begreifen. Unternehmensplanung und -kontrolle werden erforderlich. Sie können helfen, Schwachstellen aufzudecken und so den Unternehmenserfolg dauerhaft zu sichern.

Auch mittelständische Unternehmen werden sich in Zukunft in zunehmendem Maße dem Emittenten-Rating unterziehen. In Deutschland gibt es bereits einige Mittelstands-Rating-Agenturen. Die externe Beurteilung der Kreditwürdigkeit birgt eine Chance, sich unabhängiger von der Hausbank zu machen. Mit der Transparenz eines Ratings erweitern sich die Möglichkeiten zur Fremdmittelbeschaffung nicht nur am Kapitalmarkt, sondern auch bei anderen Banken.

Zentrale Bedeutung aber kommt bei der Erhaltung bzw. der Verbesserung der Kreditwürdigkeit den Eigenmitteln zu. Der Vorteil einer komfortablen Eigenkapitalausstattung liegt natürlich in erster Linie darin, dass sie in Zeiten unbefriedigender Geschäftsentwicklung als Puffer zur Verfügung steht, mithin die Stabilität eines Unternehmens erhöht.

Der Börsengang als der klassische Weg zur Eigenmittelbeschaffung ist und wird auch in Zukunft nur den größten unter den kleinen offen stehen. Die derzeitige Abstinenz der Anleger nach dem Rausch in der Aktienkursblase wird nach und nach zu einer nüchternen

Einschätzung der Risiken und Chancen einer Beteiligung an mittelständischen Unternehmen führen. Dieser Finanzierungskanal wird nicht auf Dauer verstopft sein.

Die Möglichkeiten der Eigenfinanzierung außerhalb der Börse haben sich für den Mittelstand und auch für junge Unternehmen in den letzten Jahren erweitert und verbessert. Die Beteiligungsfinanzierung über „Private Equity“ erfuhr in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre einen lebhaften Aufschwung. Inzwischen ist sie in eine Konsolidierungsphase eingetreten. Am Ende des letzten Jahres standen Investitionen im Umfang von 17 Mrd. Euro in den Büchern der deutschen Beteiligungsgesellschaften. Gemessen am Bestand der an inländische Unternehmen vergebenen Bankkredite in Höhe von 1.300 Mrd. Euro ist das natürlich sehr wenig. Aber gemessen daran, dass so — unter Inkaufnahme hoher Risiken — unternehmerische Chancen wahrgenommen werden konnten und Strukturwandel stattfinden kann, sollte man diesen Beitrag nicht gering schätzen.

Auf kleinere Mittelständler in traditionellen Branchen haben sich mittelständische Beteiligungsgesellschaften — meist sind es Töchter von Kreditinstituten — spezialisiert. Ihr Engagement betrug im Durchschnitt 360.000 Euro, meist in Form von stillen Beteiligungen.

So genannte Mezzanine-Finanzierungen werden an Bedeutung gewinnen. Diese langfristigen Kredite werden im Insolvenzfall nachrangig bedient, gelten aber steuerlich als Fremdkapital. Damit nehmen sie eine Zwischenstellung zwischen Eigen- und Fremdkapital ein. Sie stärken das Eigenkapital, ohne die Eigentumsverhältnisse zu verändern. Die Autonomie der Unternehmer bleibt unberührt. Die Kapitalgeber erwerben zwar Informations- und Kontrollrechte, aber keine Entscheidungsgewalt. Eine Scheu davor, externen Kapitalgebern Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen zuzugestehen ist oft der Grund für die Zurückhaltung bei der Ausweitung der Beteiligungsfinanzierung. Doch auch in dieser Frage werden Unternehmer in Zukunft häufiger über ihren Schatten springen müssen.

Zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung kleiner und mittlerer Unternehmen gibt es keine Alternative. Auch öffentliche Förderprogramme — Stichwort „Mittelstandsbank“ — werden das Problem geringer Eigenkapitalquoten nicht zufriedenstellend lösen können. Subventionen sind keine marktgerechte Lösung. Marktgerecht wäre es hingegen, die im Steuersystem angelegte Bevorzugung der Fremdfinanzierung zu beenden.

Wenn Unternehmen in großem Stil mit dünner Eigenkapitaldecke, d.h. geringer Haftungs-  
masse, arbeiten, liegt das auch daran, dass es alternative Investitionsmöglichkeiten für  
Kapital gibt, die eine höhere Rendite versprechen. Wenn es sich finanziell lohnt, unter-  
nehmerisches Risiko einzugehen, wird auch die Bereitschaft zur Eigenkapitalbereitstellung  
steigen. Die Rahmenbedingungen für unternehmerische Tätigkeit sind auch in dieser Hin-  
sicht entscheidend.

V.

Die schwache Konjunktur, die angespannte Ertragslage vieler Banken und die anhaltende  
Unruhe auf den Finanzmärkten haben die Finanzierungsproblematik mittelständischer  
Unternehmer einmal mehr ins Licht der Öffentlichkeit gerückt. Die Beantwortung der Fi-  
nanzierungsfrage gehört zu den Kernaufgaben eines Unternehmers, die Antworten aber  
ändern sich mit dem Wandel im Finanzsektor. Es gilt, offen zu sein für neue Finanzie-  
rungswege, es gilt, über den Schatten zu springen und dem gestiegenen Informationsbe-  
dürfnis der Kapitalgeber entgegenzukommen. Ihre Branche hat im Kerngeschäft eine e-  
norme Wandlungsfähigkeit unter Beweis gestellt. Ich bin sehr zuversichtlich, dass moder-  
ne Mediendienstleister auch moderne Finanzierungskonzepte erstellen und realisieren  
können. Nicht nur in dieser Hinsicht habe ich volles Vertrauen in die mittelständischen  
Unternehmer.

\* \* \*

Sendesperrfrist:  
10. April 2003, 19:00 Uhr MEZ



**Prof. Dr. Hermann Remsperger**

Mitglied des Vorstands

der Deutschen Bundesbank

**„Preisstabilität in der Währungsunion –  
Anmerkungen zur Teuro- und Deflationsdebatte“**

Vortrag an der Fachhochschule Hachenburg

am Donnerstag, 10. April 2003

Ist es nicht paradox, meine Damen und Herren, wenn man morgens beim Frühstück mit der Frage konfrontiert wird, warum denn wieder alles teurer geworden sei, später dann aber im Büro zum wiederholten mal nachgefragt wird, ob auch über Japan hinaus mit deflationären Tendenzen gerechnet werden müsse? Während die einen also Preissteigerungen fühlen, die sie nicht zuletzt dem Euro anlasten, haben die anderen – überspitzt formuliert – Angst vor der Preisstabilität, weil sie in einen Preisverfall und in eine Destabilisierung der Finanzmärkte einmünden könne.

Die folgenden Ausführungen bewegen sich im Spannungsfeld dieser fürwahr gegensätzlichen Positionen. So möchte ich zunächst noch einmal kurz auf die so genannte „Teuro-Debatte“ zurückblicken und anschließend fragen, warum die Preissteigerungsrate im Euro-Raum im vergangenen Jahr weniger als erwartet zurückgegangen ist. Danach gehe ich auf die Heterogenität der Inflationsraten in der Europäischen Währungsunion ein. Damit wird in gewisser Hinsicht auch schon der Boden bereitet für die Auseinandersetzung mit dem Thema „deflationäre Tendenzen“, wobei sich natürlich ganz schnell die Frage stellt, was unter Preisstabilität eigentlich konkret zu verstehen ist.

Ich bin der Auffassung, dass das Risiko deflationärer Tendenzen in Deutschland und im gesamten Euro-Raum gering ist. Gerade weil aber deflationäre Tendenzen nicht einfach das Spiegelbild von Teuerungsproblemen darstellen und sie deswegen geldpolitisch besonders tückisch sind, muss man sich dieser Thematik



annehmen. Ich komme darauf später wieder zurück. Zunächst aber, wie angekündigt, einige Worte zur Teuro-Diskussion.

Die Euro-Bargeldeinführung stand und steht bei den Konsumenten in engem Zusammenhang mit dem Eindruck eines spürbaren Preisanstiegs. Das Schlagwort vom „Teuro“ ist ein Ausdruck dafür, dass die Konsumenten der neuen Währung ein Gutteil Schuld an der empfundenen Teuerungswelle gaben.

Mit dem Übergang auf den Euro hatte sich das Preisbild vollständig verändert. Die alten Maßstäbe für eine Beurteilung, ob ein Gut als teuer oder preiswert anzusehen war, galten nicht mehr. Als Hilfsmittel wird auch jetzt noch – und ich schließe mich da ein – in die D-Mark zurückgerechnet. Doch hieraus kann leicht ein falscher Eindruck entstehen. Bereits die Faustformel 1 Euro = 2 DM, die wegen ihrer leichten Handhabung zumeist angewendet werden dürfte, impliziert eine Verteuerung von gut 2 % zu Lasten des Euro. Der exakte Umrechnungskurs ist nämlich nicht 1 zu 2, sondern 1 zu 1,95883.

Darüber hinaus sollten wir auch im Rückblick nicht vergessen, dass mit dem Eurobargeld-Zeitalter zugleich einige Steuererhöhungen in Kraft traten, die die Preise der betroffenen Güter spürbar beeinflusst haben. Durch eine weitere Stufe der ökologischen Steuerreform wurden der Haushaltsstrom und das Benzin mit einer erhöhten Abgabe belastet wurden. Außerdem wurde die erste Hälfte einer Anhebung der Tabaksteuer wirksam.

Obendrein kam es bei Saisonnahrungsmitteln in den ersten Wochen des Jahres zu einem spürbaren Preisanstieg, weil ein Wintereinbruch die Ernten auch in den Mittelmeerländern drastisch beeinträchtigte. Mit rund 18 % in einem Monat war die Teuerung bei frischem Obst und Gemüse weit höher als normalerweise um diese Jahreszeit üblich.

Übersehen wurde häufig auch, dass sich schon im Jahr 2001 die in dem Warenkorb der privaten Haushalte enthaltenen Güter und Dienstleistungen zum Teil deutlich verteuert und so das Preisbild spürbar in Bewegung gebracht hatten. Beispielsweise waren Dienstleistungen im Dezember 2001 fast 3 % und Nahrungsmittel sogar 5 % teurer als 12 Monate zuvor.

Diesem Preisanstieg vorangegangen war Ende der neunziger Jahre eine Zeit relativer Preisruhe mit nahezu stabilen Preisen bei den Industriegütern und Preissenkungen im Nahrungsmittelsektor. Es ist durchaus vorstellbar, dass viele Konsumenten Anfang 2002 Preisvergleiche vorgenommen haben, die auf recht weit zurückliegenden DM-Preisen beruhten.

Wenn somit einerseits eine ganze Reihe von Argumenten dafür spricht, dass dem Euro manche Verteuerung zu Unrecht angelastet wurde, so steht andererseits eine preistreibende Wirkung in einer überschaubaren Zahl von Fällen ebenfalls außer Frage. Insbesondere bei einer Reihe von Dienstleistungen ist es im Januar 2002 zu einer ungewöhnlichen Häufung von Preiserhöhungen gekommen. Dies gilt nicht zuletzt für das Gastgewerbe, das

Friseurhandwerk, für Reinigungen und Kinokarten. Spezialuntersuchungen haben zwar gezeigt, dass die Preisanpassungen im weiteren Verlauf von 2002 in einigen Fällen vergleichsweise gering ausfielen. Eine volle Kompensation der vorangegangenen außergewöhnlichen Preissteigerungen fand jedoch nicht statt.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Euro-Bargeldeinführung nach unseren Berechnungen zu keinem größeren Preisschub geführt hat. Allenfalls 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte der gesamten Teuerung von 1 % im Januar 2002 – ohne Reisen gerechnet - können dem Euro angelastet werden.

Ich weiß, meine Damen und Herren, dass gerade bei einer solchen quantitativen Aussage immer wieder die Frage kommt, ob denn die Preisentwicklung ganz generell richtig erfasst wird. Auch dazu haben wir in der Bundesbank eigene Berechnungen angestellt. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass die gemessene Inflationsrate die tatsächliche Teuerung in Deutschland im Durchschnitt eher etwas überzeichnen dürfte. Die Größenordnung liegt aber inzwischen wohl bei weniger als einem halben Prozentpunkt, weil es in den statistischen Ämtern nunmehr besser gelingt, Qualitätsveränderungen und neue Produkte zu berücksichtigen. Gleichwohl verbleiben Messprobleme.

Als Ursachen für eine Überzeichnung der Preisentwicklung kommen die folgenden 4 Komponenten in Betracht. Erstens liegt dem Preisindex eine feste Mengenstruktur zugrunde. Erfahrungsgemäß

reagieren die Verbraucher aber auf Preisänderungen mit einer Anpassung ihrer Käufe. Teurer gewordene Produkte werden weniger gekauft, preiswerte häufiger. Werden diese Anpassungen nicht berücksichtigt, so ist die ausgewiesene Teuerung überzeichnet.

Zweitens verändern sich die im Warenkorb der privaten Haushalte enthaltenen Produkte im Laufe der Zeit. Neue Modelle mit technischen Verbesserungen kommen auf den Markt, alte verschwinden. Die Preisbeobachtung steht dann vor dem Problem, die einzelnen Preise und die Preisreihen der Produkte miteinander zu verknüpfen. Abschläge für eine Qualitätsverbesserung oder auch Zuschläge für Verschlechterungen sind quantitativ abzuschätzen. Neben die teilweise sicherlich subjektive Einschätzung des Preisbeobachters ist in der letzten Zeit verstärkt ein regressionsanalytischer Ansatz auf Basis einzelner Produktmerkmale getreten.

Zwar ist nicht auszuschließen, dass die Qualitätskomponente gelegentlich überschätzt und dadurch die Preisentwicklung zu günstig wiedergegeben wird. Empirische Untersuchungen, die wir auch in der Deutschen Bundesbank durchgeführt haben, zeigen jedoch, dass die Qualitätskomponente per Saldo eher zu gering veranschlagt und damit die wahre Preisentwicklung eher überzeichnet wird.

Drittens erschwert das über einige Zeit feste Mengengerüst des Preis-Index die Aufnahme neuer Erzeugnisse in die

Preisbeobachtung. Üblicherweise werden diese erst bei einer Neubasierung einbezogen, das heißt nach einer bereits länger zurückliegenden Markteinführung. Dadurch wird die Phase sinkender Preise, die gewöhnlich bei zunehmender Verbreitung und damit steigenden Produktionsmengen eines neuen Gutes zu verzeichnen ist, übersprungen.

Viertens hält die Preisbeobachtung häufig auch die Berichtsstellen so lange es geht unverändert. Dabei besteht aber die Gefahr, dass Strukturverschiebungen im Handel durch neue Anbieter beispielsweise in Form von Groß- und Supermärkten nicht genügend beachtet werden. Da diese häufig günstigere Preis-Leistungsverhältnisse aufweisen, kann eine Beschränkung auf die traditionellen Geschäfte zu einer Überzeichnung der Preisentwicklung führen.

Lassen Sie mich, meine Damen und Herren, aus den bisherigen Überlegungen 2 Schlüsse ziehen. Zum einen möchte ich betonen, dass wir vor dem Hintergrund der methodischen Aspekte sowohl bei der Definition von Preisstabilität als auch in der Interpretation der aktuellen Preisentwicklung immer sehr vorsichtig sein sollten. Zum anderen dürfte aus dem Rückblick auf die Teuro-Diskussion klar geworden sein, dass die Eurobargeld-Einführung allein nicht erklären kann, warum die Inflationsrate im letzten Jahr weniger als erwartet zurückgegangen ist.

Dass die Inflationsrate im Euro-Raum trotz eines Preiserückgangs bei den Energieträgern nur von 2,4 auf 2,2 % zurückgegangen ist, hing

insbesondere mit der Preisentwicklung der Dienstleistungen sowie der gewerblichen Waren zusammen. Bei den Dienstleistungen erhöhte sich die Teuerung gegenüber dem Vorjahr auf 3,1 % nach 2,7 % in 2001, bei den gewerblichen Waren waren es 1,4 % nach 0,9 % zuvor.

Die Preiserhöhungen im Bereich der gewerblichen Waren dürften nicht zuletzt Folge des Durchwirkens vorangegangener Kostensteigerungen bei Energie und Löhnen gewesen sein. Die internationalen Ölpreise lagen in den Jahren 2001 und 2002 mit rund 25 US-Dollar je Barrel um etwa 6 bis 7 Dollar über dem langjährigen Mittel der 90er Jahre.

Der Anstieg der Stundenlöhne erreichte im Vorjahrsvergleich Ende 2001/Anfang 2002 mit über 3 ½ % seinen Höhepunkt. Angesichts eines guten gesamtwirtschaftlichen Wachstums in 1999 und 2000 sowie zur Zeit der Lohnverhandlungen optimistischer Wachstumsaussichten waren zunächst noch kräftige Tariflohnanhebungen vereinbart worden. Als mit der konjunkturellen Abschwächung die Produktivitätssteigerungen ausliefen, nahm der Kostendruck drastisch zu. Auch wurde es immer weniger möglich, durch einen höheren Mengenabsatz bei konstanten Preisen ein angemessenes Betriebsergebnis zu erzielen. Trotz verschlechterter Konjunktur wurden Preiserhöhungen vorgenommen, so dass im Ergebnis die Zone der Preisstabilität, die von der EZB mit einer Teuerung von weniger als 2 % definiert worden ist, wie schon in den Jahren 2000 und 2001 wiederum nicht erreicht worden ist.

Hinter dem Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Raum um 2,2 % im vergangenen Jahr verbirgt sich nun keineswegs eine homogene Preisentwicklung in allen Mitgliedstaaten, sondern ein breites Spektrum unterschiedlicher, teilweise divergierender Tendenzen in den nationalen Teuerungsraten. So stieg der harmonisierte Verbraucherpreisindex im letzten Jahr in Deutschland lediglich um 1,3 %, während er in Irland um 4,7 % zulegte. Auch in Griechenland, Spanien, Portugal und in den Niederlanden war die Inflationsrate weitaus höher als in Deutschland.

Fragt man danach, warum Volkswirtschaften trotz einheitlicher Geldpolitik unterschiedliche Inflationsraten aufweisen, stößt man zunächst auf den so genannten Balassa-Samuelson-Effekt. Er rückt jene Länder in den Mittelpunkt der Betrachtung, die sich im gemeinsamen Währungsraum noch in einem wirtschaftlichen Aufholprozess befinden. Dieser Aufholprozess ist unter anderem durch eine überdurchschnittliche Produktivitätsentwicklung im Verarbeitenden Gewerbe gekennzeichnet.

Bei offenen Märkten werden die Preise für die überwiegend handelbaren Industriegüter am Weltmarkt bestimmt, so dass sich bei steigender Produktivität Spielräume für Lohnerhöhungen ergeben. Diese bleiben aber nicht auf den ursprünglichen Sektor beschränkt. Bei einer entsprechenden Mobilität des Faktors Arbeit oder einer Lohnführerschaft des Verarbeitenden Gewerbes wird es auch in Sektoren mit niedrigeren Produktivitätsgewinnen, insbesondere im Dienstleistungssektor zu Lohnerhöhungen kommen. Da Dienstleistungen in geringerem Maße als

Industriegüter international gehandelt werden, können die Anbieter die Lohnsteigerungen über Preisanpassungen zumindest teilweise an die Endverbraucher weitergeben – mit dem Ergebnis einer insgesamt höheren Inflationsrate. Der Balassa-Samuelson-Effekt kann durch Kapitalzuflüsse in die aufstrebende Volkswirtschaft noch verstärkt werden.

Als weitere Ursache für divergierende Preisentwicklungen in einem einheitlichen Währungsraum kommen gegenläufige Konjunkturphasen oder Unterschiede in der nationalen Wirtschaftspolitik, insbesondere der Finanzpolitik, in Betracht. Diese Einflüsse setzen zum Teil auf der Nachfrageseite an und führen nur vorübergehend zu einem uneinheitlichen Preisniveau innerhalb der Währungsunion – bis der Wettbewerb auf den Güter- und Faktormärkten dem Gesetz des einheitlichen Preises wieder Gültigkeit verschafft.

Aus den regionalen Preisdivergenzen ergeben sich – unabhängig von ihrer Ursache – mehrere Probleme. So verliert die von der Zentralbank für das gesamte Währungsgebiet angestrebte Inflationsrate als Orientierungsgröße für die nationalen Tarifparteien an Bedeutung. Hinzu kommt, dass die Inflationsdifferenzen innerhalb der Währungsunion bei einheitlichem Niveau der Nominalzinsen mit unterschiedlichen Realzinsen einhergehen. In der kurzen Frist können divergierende Preisentwicklungen, die durch gegenläufige Konjunkturphasen hervorgerufen wurden, in den einzelnen Ländern prozyklisch wirken, wenn der Effekt der induzierten Realzinsveränderung den entgegengesetzten Effekt der



realen Wechselkursveränderung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage überkompensiert.

Der wichtigste Punkt aber ist vielleicht der folgende: Wenn die Inflationsraten streuen, müssen die Preissteigerungen in einigen Ländern unter dem für das Euro-Währungsgebiet angestrebten Durchschnitt von weniger als 2 % liegen. Einige Experten meinen, dass Länder mit besonders niedrigen Inflationsraten, wie z.B. Deutschland, dann im ungünstigsten Fall sogar in die Nähe einer deflationären Entwicklung geraten könnten.

Dieser Punkt ist nun natürlich geldpolitisch besonders interessant und herausfordernd. Er muss allerdings sehr differenziert behandelt werden. Ich möchte 3 Fragen aus ihm herauskristallisieren. Erstens ist zu fragen, ob denn Deutschland wirklich mit dem Risiko einer deflationären Entwicklung konfrontiert ist. Zweitens stellt sich die Frage, ob die Notenbanken wegen eines Deflationsrisikos nicht ganz generell einen gewissen Sicherheitsabstand zur Null-Linie der Inflationsrate in ihrer Politik bewahren sollten. Und drittens schließlich sind wir mit der Frage konfrontiert, was die Unterschiede in den nationalen Teuerungsraten für die Abgrenzung des Stabilitätsziels der EZB bedeuten.

Lassen Sie mich zunächst also auf die Frage eingehen, wie real das Deflationsszenario für Deutschland wirklich ist.

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Wirtschaftsschwäche, verstärkter Ertrags- und Strukturprobleme des Bankensystems bei

gleichzeitig nur geringer Preissteigerung ist die Sorge aufgekommen, die Gesamtlage in Deutschland sei derart labil, dass sie bei einem negativen Schock leicht in eine Deflation umkippen könnte. Versteht man unter Deflation einen allgemeinen Preisverfall im Sinne eines länger anhaltenden Rückgangs der Verbraucherpreise, begleitet von einer Kontraktion des Güter- und Finanzkreislaufs, so ist die gegenwärtige wirtschaftliche Lage in Deutschland jedoch nicht durch ein solches Krisenszenario gekennzeichnet. Statt sinkender Preise herrscht ein hohes Maß an Preisstabilität, das für die weitere wirtschaftliche Entwicklung einen wichtigen Aktivposten darstellt.

Der oft gezogene Analogieschluss zur japanischen Misere greift, was die speziellen Ursachen und die Problemdimension betrifft, zu kurz. So ging der Deflation in Japan eine hochspekulative Blasenbildung an den Immobilienmärkten voraus, die letztlich das gesamte japanische Bankensystem mit seiner niedrigen Eigenkapitalausstattung in eine bedrohliche Schieflage gebracht hat. In Deutschland hingegen sind die Immobilienpreise im Durchschnitt weitgehend stabil geblieben, und das Bankensystem ist - trotz mancher Schwierigkeiten - nicht in Gefahr. In Japan besteht infolge der stark gestörten Intermediationsfunktion der Banken das zentrale Problem einer allgemeinen Kreditklemme. In Deutschland ist die Kreditversorgung generell gesichert. Man muss aber sehen, dass zahlreiche Banken bei der Kreditvergabe dem gestiegenen Insolvenzrisiko und der sinkenden Bonität der Kreditnehmer mehr Rechnung tragen als früher.

Insgesamt betrachtet ist das Risiko einer Deflation in Deutschland gering. Steigende Dienstleistungspreise, merkliche Lohnerhöhungen und eine lockere Geldpolitik sprechen gegen ein rückläufiges Preisniveau. Auch das Verhalten der Konsumenten und Investoren deutet nicht auf einen durch die Erwartung sinkender Preise ausgelösten Kaufattentismus hin.

Die deutsche Wirtschaft befindet sich schon relativ lange in einer Quasi-Stagnation, wobei die erreichte Preisstabilität durch ihre kaufkraftstützende Wirkung die Chancen für eine Erholung eher vergrößert. Eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale von Preisen und Wirtschaftsaktivitäten wird weder von den Märkten noch von den wichtigen nationalen und internationalen Forschungsinstitutionen erwartet.

Nimmt man nun noch ins Bild, dass nicht nur die Preissteigerungsrate, sondern auch die Wachstumsrate des Brutto-Inlandsprodukts im Euro-Raum deutlich höher sind als in Deutschland, kann mit Blick auf die Währungsunion insgesamt nicht von deflationären Tendenzen gesprochen werden. Diese Einschätzung darf uns aber nicht von der Frage abhalten, ob die Notenbanken wegen eines zumindest potentiell nicht auszuschließenden Deflationsrisikos ganz generell einen gewissen Sicherheitsabstand zur Null-Linie der Inflation in ihrer Politik bewahren sollten.

Ein weitgehend anerkannter Grund dafür, die mit Preisstabilität noch vereinbare Teuerungsrate etwas über null Prozent anzusiedeln, liegt

in der vermuteten Überzeichnung der „wahren“ Inflationsrate durch den gemessenen Anstieg des Preisindex. Nach meiner Einschätzung spricht vieles dafür, dass die Fehlermarge des harmonisierten Preisindex im Euro-Raum zwar nicht groß, aber doch positiv ist. Die Schätzungen für Deutschland hatte ich ja bereits erwähnt. Aus meiner Sicht liegt es trotz aller Unsicherheiten in den Berechnungsmethoden durchaus nahe, auch in der europäischen Geldpolitik etwa einen halben Prozentpunkt für die Messfehlerproblematik beim Verbraucherpreisindex zu berücksichtigen.

Unabhängig davon spricht die Gefahr von geldpolitisch schwer kontrollierbaren Deflationsprozessen für einen gewissen Sicherheitsabstand der „wahren“ Inflationsrate von der Null-Linie. Eine derartige „Sicherheitspolitik“ resultiert nicht zuletzt daraus, dass die Nominalzinsen nicht unter Null sinken können. Meines Erachtens ist schon mit der Zinssenkung der EZB im April 1999 deutlich geworden, dass die EZB zur Vermeidung deflationärer Risiken nicht auf eine Inflationsrate von Null zielt. Und ich füge hinzu, dass die EZB ja ganz bewusst die Definition von Preisstabilität nicht auf den Null-Punkt der Inflationsrate zentriert hat. Vielmehr wollte die EZB mit ihrer Stabilitätsabgrenzung auch jenen Problemen Rechnung tragen, die sich zumindest potentiell aus Messfehlern der Preisentwicklung, aus Nominal-Lohnrigiditäten und aus der Nominalzins-Untergrenze von Null ergeben können. Manche Wissenschaftler meinen allerdings, dass dieser Wille am besten mit einer ganz explizit symmetrischen Stabilitätsdefinition

zum Ausdruck gebracht werden sollte. Darauf kann ich heute aber nicht näher eingehen.

Ich weiß zugleich, meine Damen und Herren, dass an dieser Stelle auch auf die konsumanregenden Effekte nachgebender Preise hingewiesen werden könnte. Und ich kenne auch die These, dass die Geldpolitik selbst dann noch stimulierende Impulse geben könne, wenn der Notenbankzins bei Null angekommen sei. In diesem Zusammenhang werden zum Beispiel direkte Interventionen am Rentenmarkt, aber auch Devisenmarktinterventionen erwähnt.

Nun möchte ich zwar nicht bestreiten, dass eine Zentralbank bei Erreichen der Zinsuntergrenze versuchen kann, die Wirtschaft über andere Kanäle zu stimulieren. Wie der Fall Japan gezeigt hat, ist die Wirksamkeit solcher Maßnahmen jedoch sehr unsicher.

Eine aggressive Abwertungsstrategie zur Überwindung deflationärer Tendenzen wäre überdies ein zweischneidiges Schwert, weil die Abwertung der einheimischen Währung für das Ausland eine Aufwertung der jeweiligen Währungen und damit einen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit bedeuten würde. Ob die Handelspartner dies hinnehmen würden, ist zumindest fraglich.

Ob die Nullgrenze der Nominalzinsen tatsächlich eine realistische Gefahr darstellt, hängt stark von der Höhe, der Häufigkeit und der Dauerhaftigkeit deflationärer Schocks ab. Entsprechende Studien für den Euroraum kommen zu dem Schluss, dass die Wahrscheinlichkeit, an die Nullgrenze zu stoßen, selbst bei sehr

niedrigen Werten für den gleichgewichtigen Realzins und das Inflationsziel gering ist.

Aber selbst wenn die Wahrscheinlichkeit, die Nullgrenze der Nominalzinsen zu tangieren, für den Euroraum insgesamt als gering eingeschätzt wird, ist zu bedenken, dass mit dem Eintritt dieses Falles gravierende Konsequenzen sowohl für die reale Wirtschaft als auch für das Finanzsystem verbunden wären. Ich bin der Auffassung, dass sich solche Risiken erheblich reduzieren lassen, wenn vermieden wird, dass die Inflationsrate nachhaltig unter eine Sicherheitsmarge von etwa 1 % fällt.

Wenn ich mich jetzt der oft diskutierten Frage nach der Obergrenze des Preisstabilitätsziels zuwende, möchte ich zunächst noch einmal daran erinnern, dass der EZB-Rat im Herbst 1998 das Endziel seiner Geldpolitik als mittelfristigen Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex für den Euroraum (HVPI) von unter 2% formuliert hat. Vergleicht man die Zielvorgabe des Eurosystems mit den von anderen wichtigen Notenbanken verwendeten Definitionen, so zeigt sich, dass derzeit nur die Schweizer Nationalbank Preisstabilität so quantifiziert wie das Eurosystem, während die anderen Notenbanken mehrheitlich auf eine Stabilisierung der Trendinflation auf einem Niveau von zwei oder zweieinhalb Prozent zielen. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass die vom EZB-Rat gewählte Obergrenze oft als zu niedrig kritisiert worden ist.

Da die Geldpolitik des EZB-Rats auf die Entwicklung der Verbraucherpreise im gesamten Währungsraum ausgerichtet ist,

erfordert eine anhaltende Überschreitung der Preisnorm durch einzelne Teilnehmerländer entsprechend niedrigere Inflationsraten in den anderen Ländern. Einige Experten sehen deshalb die Gefahr, dass die aus ihrer Sicht „überambitionierte“ Preisnorm des EZB-Rats Länder mit niedrigem Produktivitätswachstum wie Deutschland nahe an die Gefahrenzone der Deflation drücken könnte. Mit der Erweiterung der Währungsunion um die heutigen EU-Beitrittskandidaten wird sich dieses Problem ihrer Ansicht nach tendenziell noch verschärfen.

Tatsächlich ist es seit Beginn der Währungsunion immer wieder zu relativ starken Abweichungen der Teuerungsraten einzelner Mitgliedsländer vom gewichteten EWU-Durchschnitt gekommen. Darauf hatte ich ja bereits hingewiesen. Soweit diese Divergenzen auf konjunkturelle Unterschiede zurückgehen, sind sie als eher temporär einzustufen und stellen folglich längerfristig kein Problem für die einheitliche Geldpolitik dar. Ein solches „Atmen“ der relativen Preise zwischen den Regionen eines Währungsgebiets ist Teil der regionalen Ausgleichsmechanismen und keine Fehlentwicklung.

Problematisch können Inflationsunterschiede allerdings dann werden, wenn sie sehr lange anhalten bzw. wenn sie sich tendenziell ausweiten und wenn damit zugleich in den preisstabilen Ländern die Frage nach der Angemessenheit des geldpolitischen Kurses aufkommt. Zu den Ursachen solcher strukturellen Inflationsunterschiede zählen z.B. unterschiedliche Lohn- und Preisbildungsprozesse (beispielsweise die Existenz indexierter Tarifverträge in einigen Euro-Ländern) und Differenzen in der

Produktivitätsentwicklung. Letztere können den wirtschaftlichen Aufholprozess jener Volkswirtschaften widerspiegeln, deren Wohlstandsniveaus noch deutlich unter dem EWU-Durchschnitt liegen. Auf diesen Balassa-Samuelson-Effekt hatte ich ja ebenfalls bereits hingewiesen.

Inwieweit sich daraus Probleme für die Länder mit niedrigen Inflationsraten ergeben, hängt zum einen vom Ausmaß der aufholbedingten Divergenzen ab und zum anderen davon, wie groß das Gewicht der aufholenden Länder bei der Berechnung des harmonisierten Verbraucherpreisindex für den gesamten Euroraum ist. Eine Reihe von Autoren hat inzwischen den Versuch unternommen, das Ausmaß der aufholbedingten Inflationsdifferenzen im Euroraum auf Basis der verfügbaren Daten zur Produktivitätsentwicklung zu schätzen. Die Ergebnisse dieser Studien deuten darauf hin, dass der aus dem Balassa-Samuelson-Effekt resultierende Abstand zwischen dem Land mit der niedrigsten Inflationsrate (zumeist Deutschland) und dem EWU-Durchschnitt eine Größenordnung von zwischen 0,6 und einem Prozentpunkt haben könnte.

Allerdings dürften die zitierten Studien das aufholbedingte Inflationsgefälle eher überschätzen. So lag die deutsche Teuerungsrate im Mittel der letzten vier Jahre (1999-2002) etwa einen halben Prozentpunkt niedriger als der EWU-Durchschnitt. Ferner darf man erwarten, dass dieser Abstand mit zunehmender Angleichung der Wohlstandsniveaus abnimmt. Oft werden jedoch die in der Vergangenheit beobachteten Unterschiede im



Produktivitätswachstum extrapoliert, ohne genügend zu berücksichtigen, dass sich das Gefüge zwischen aufholenden und fortgeschrittenen Ländern in der Zwischenzeit deutlich verschoben hat.

Gemessen am Pro-Kopf-Einkommen ist der Euroraum heute eine vergleichsweise homogene Ländergruppe, in der sich nur Griechenland, Portugal und Spanien als eindeutige Aufholkandidaten identifizieren lassen. Räumte man diesen Ländern einen rein aufholbedingten „Inflationsvorsprung“ von 2 Prozentpunkten ein, würde eine Beschränkung des Preisanstiegs in den anderen Ländern auf durchschnittlich 1,6% ausreichen, um die EWU-weite Inflationsrate während des Aufholprozesses unter 2% zu halten.

Aber selbst wenn man all dies kritischer sieht, wäre eine Definition für Preisstabilität, die wegen der mangelnden Konvergenz innerhalb des Euro-Raums – wie oft vorgeschlagen – deutlich über 2 % hinausgehen soll, kaum zu vertreten. Die Lösung dieses strukturellen Problems muss in entsprechenden Anpassungsmaßnahmen der „Hoch-Inflations-Länder“ gesucht werden, die auf einen Abbau bestehender Divergenzen abzielen. Dazu haben sich jedenfalls alle Teilnehmer an der Währungsunion verpflichtet. Es besteht kein Anlass, diese Verpflichtung heute zu Lasten des Stabilitätsziels aufzuweichen.

So bleibt schließlich zu klären, ob die früher oder später anstehende Erweiterung der Währungsunion um die EU-Beitrittsländer eine

Anhebung der Preisnorm erforderlich macht. Mit Blick auf die vergleichsweise niedrigen Pro-Kopf-Einkommen in den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern haben viele Beobachter bereits die Befürchtung geäußert, dass eine allzu rasche Aufnahme dieser Länder die strukturellen Inflationsdifferenzen in der erweiterten Währungsunion verschärfen könnte. Obwohl dies grundsätzlich nicht von der Hand zu weisen ist, ergibt sich daraus noch kein zwingender Grund für eine Stabilitätsnorm von mehr als 2 %.

Dagegen spricht zum einen, dass die Auswirkungen des aufholbedingten Inflationsvorsprungs dieser Länder auf die Teuerungsrate des erweiterten Euroraums aufgrund ihres relativ geringen Gewichtes (derzeit nur rund 5% des Euro-BIP) marginal sein dürften. Zum anderen würden die heutigen Mitgliedsländer damit ihre Bereitschaft signalisieren, eine möglicherweise noch unzureichende realwirtschaftliche Konvergenz der Beitrittsländer in der Währungsunion monetär zu alimentieren. Dies kann jedoch weder im Interesse der heutigen Mitgliedsländer noch im wohlverstandenen Interesse der Beitrittskandidaten liegen.

\* \* \*



**Embargo:**

15 April 2003, 1:00 p.m. EST

**Sperrfrist 19:00 Uhr M.E.S.Z.**

**Ernst Welteke**

President

of the Deutsche Bundesbank

**A European perspective on the world economy**

Address at the 13<sup>th</sup> Annual Hyman P Minsky conference on the State of the  
US and World Economies

“Economic Policy for Sustainable Growth”

The Levy Economics Institute of Bard College

in New York City

15 April 2003

Ladies and gentlemen!

At times like these, where transatlantic ties are under strain, I regard it as both an exceptional honour and a welcome opportunity to be able to present my European view of the world economy here at the 13<sup>th</sup> Annual Hyman P Minsky conference on the State of the US and World Economies. Our transatlantic dialogue must not be interrupted, even when our views differ in important respects.

I am a member of the German-American friendship organisation "Atlantik-Brücke". In February, our organisation ran an ad in the New York Times entitled "A Message from Germany". Its essence reads: "For the overwhelming majority of Germans, the relationship with the United States remains of vital importance. Current differences of opinion between governments over the question of Iraq must not be allowed to sever that bond". I would like to confirm that view today here in midtown Manhattan.

In the following, I will first comment on the present state of the world economy, which is characterised by unusually high uncertainty. Afterwards I would like to give you some facts about the German economy. Finally, I will try to spell out the European view of how the fundamentals must be set for sustainable growth to take place.

## **1 The present state of the world economy**

### **1.1 Uncertainty abounds**

The world economy has not been in exactly very good shape these past few months. The ongoing war in Iraq is weighing on the world economy. Financial markets are fickle; confidence among businesses and consumers remains subdued.

We must, however, not be fooled into regarding the war in Iraq as the sole source of uncertainty or the predominant issue for the world economy. Uncertainty was around before that war was on the horizon, and uncertainty will stay on for a while even after a — hopefully fast — end to the war.

What is more, uncertainty stemming from geopolitical strife seems to be deflecting our focus from some fundamental imbalances. Redressing these imbalances is a precondition for a return to sustainable growth. Overinvestment incurred during the millennium boom is being unwound only slowly. Vast spare capacity forms the backdrop for weak capital spending. The economy is bound to recover, but recovery is not necessarily just around the corner.

The IMF expects the US economy to grow at a rate of 2.2% in 2003. According to this estimate, the euro area can expect GDP growth of 1.1%, while Germany should brace for a third year in a row with significantly sub-par growth of 0.5%.

In 2002, North America and non-Japan Asia were the main contributors to world output growth, with the euro area and Japan lagging behind significantly. Two implications are worth consideration.:

- 1 First, the world economy is depending far too heavily on the US taking the driver's seat. The euro area and Japan must work on improving their ability to produce self-sustained economic growth.
- 2 Second, the world economy is even more fragile than this tilted growth performance suggests at first sight, for the growth path of the US economy itself is somewhat unbalanced. Its macroeconomic imbalances deserve careful addressing.

The expectation that the world economy will return to a healthy and stable growth path once the dust of war in the Middle East has settled is unrealistic to begin with. Obviously, the workload for the world economy to return to healthy growth will be high on both sides of the Atlantic.

In the euro area structural weaknesses have been building up for more than a decade. They are well known, as is the adequate therapy. Labour market inflexibility is the core European weakness. In a currency union, market flexibility is all the more crucial as exchange rates can no longer cushion asymmetric shocks. The euro-area countries now

need to seize the opportunity to embark on serious reforms during times of crisis, where the reform zeal is more pronounced than at more quiet times.

The key message the present situation of the world economy conveys for Europe is that Europe would be well-advised to improve its ability to grow on its own. A tripolar economic and financial world cannot afford to rely on one pole only. Europe, especially now that European Union enlargement is just a year away, has a responsibility to assume in at least three areas: the political, the financial and the economic field. We are prepared.

We have strengths we can build on. The framework for economic and monetary union is sound and strong. You probably know that a European Convention is working on drafting a European constitution. For over four years we have had a single currency, the euro. First, outsiders said EMU would never happen. It happened. Next they said it would not work. It works. Now they say it will not last. Well, guess what? I think it will last.

The euro area economy can rely on a strong industrial core. European products are highly competitive; even after accounting for the massive appreciation of the euro against the dollar by as much as around one-third since hitting its trough in the fall of 2000. The export performance of the euro area economy speaks for itself.

Weaknesses of the US economy are of a more recent origin. They stem mainly from the late nineties' bubble economy. The balance sheets of businesses and consumers are debt-laden, while the public sector also has returned to dissaving. In the environment of weak capital spending, the current account deficit of 5% of GDP is no longer investment-driven. Therefore, it is more of a concern for me now than it was during the last couple of years. More recently, the equity markets' boom-bust scenario has left pension liabilities underfunded on a grand scale. To catch up on old-age provision is a key task for our ageing societies; saving needs to be expanded.

Recently, the Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS) has begun to add to the uncertainty. With its negative impact on transportation and tourism, it seems capable of in-

flicting serious economic damage at least in Asia, where up to now most of the cases have been observed. Some forecasters even cut their growth forecasts.

## **1.2 A thorough look at the German economy**

Let me now comment on the situation in Germany. Germany-bashing has become a bit of a fashion recently. Some even suspect that we will become another Japan. I take that sort of criticism seriously, and I do see the parallels that lead to such comparisons. However, I am not the least convinced it is accurate; there are some decisive differences.

My country is strong, and so is its economy. Let me explain. Our modern infrastructure excels. Our economy is highly productive. Our industry therefore is highly competitive, as can be seen from the rising volume of exports we ship — a fact worth mentioning since, first, world trade growth is down sharply and, second, the euro is appreciating.

Yet I would be the last person to deny the structural weaknesses that the sluggish world economy is bringing to light. At the Bundesbank, we tend to regard the current confidence crisis not only as highly serious, but also as a window of opportunity for reform. In March, the Bundesbank's Executive Board took the unprecedented step of publishing a staff paper entitled "Ways out of the crisis". The paper — which is posted on our website — contains analyses of the key areas of reform: public finances, social security systems and labour market issues. It spells out which reforms need to be enacted.

We stress the need for a consistent overall reform package. The key is to strengthen the willingness among individuals to take risks, to perform and to develop initiative. Only then will the fundamentally strong German economy regain momentum.

We must not forget that German reunification in 1990 was a once-in-a-lifetime opportunity. Reunification is a boon for us. But Germany is still suffering from economic policy mistakes made during the unification process. For example, a considerable portion of the recent weak German growth performance is due to the boom-bust scenario that was triggered in the construction sector. Early in the reunification process, building activity was boosted by

overly generous tax incentives; now this sector needs to shrink back to normalcy. For seven years in a row this trend has shaved our growth rate.

Insolvencies have been on the rise, not only in the construction sector. The economy at large is also affected, as overall demand is weak in the low-confidence environment. As companies go bust and loans turn sour, is the German banking sector now in crisis?

German banks are well capitalised (overall capital ratio of 12.6%; large banks 14.6%), and German banking supervision is highly efficient. There has been only one single bank collapse in the post-war era (Herstatt) — many other industrialised countries have since seen outright banking crises. In Japan, as you may recall, financial supervision in the early stages of the banking crisis tolerated the banks' procrastination, eroding capital bases and misclassification of bad loans and therefore laying the foundation for deep trouble.

The second important difference between the German and the Japanese banking sector is the real estate bubble that still plagues Japanese banks, but never existed in Germany in the first place. A major portion of Japanese collateral diminished to virtual non-existence and thus accounts for the bulk of bad loans in Japan, but not in Germany.

During the strong financial market stretch in the late nineties, German banks were able to generate returns to match the high costs of maintaining their extensive branch networks. Now that financial market activity is less profitable and loan provisioning is on the rise, German banks have embarked on deep cost-cutting measures. The cost-income ratio has been falling for months.

The German banking sector is in dire straits, this is true, but there is no lurking systemic risk by any means. The case for Germany turning into another Japan is utterly unconvincing. There is, however, one thing Germany — and not only Germany — can learn from the Japanese example: postponing structural reforms is downright unhelpful.



## **2 Policy mix for sustainable growth — a European perspective**

What are the foundations for sustainable growth? From my European perspective, I would like to mention the following three foundations for sustainable growth:

- 1 A macroeconomic policy geared towards stability,
- 2 a structural policy geared towards growth, and
- 3 a sound financial sector.

### **2.1 Macroeconomic policy: stability orientation**

Let me start with my core business as a central banker: price stability. Price stability is the best way a central bank can contribute to steady growth.

Any market economy relies on prices to signal relative scarcity or abundance to market participants. That way, resources are channelled to their most productive uses. A well-functioning price mechanism therefore is a precondition for efficiency and thus for a high standard of living.

Frequent and large movements in the price level tend to disguise movements in relative prices; they tend to block information. It becomes more difficult for market participants to tell the difference between overall price rises and changes in relative prices. Stability in the general price level is a necessity for a market economy to function properly and for investors to make the right decisions. To sum it up, price level stability is invaluable for growth.

A crisp and clear stability orientation of monetary policy therefore is the No 1 foundation for sustainable growth.

Price stability is a good only central banks can deliver. The Maastricht Treaty, which established European monetary union, reflects this insight in setting up a framework for the European System of Central Banks (ESCB) that prioritises price stability as the single most important goal of monetary policy. The Eurosystem shall support the overall economic policies of the European Union only to the extent that this does not threaten price stability. All EU central banks must be free of – and are free of – political interference.

The Governing Council of the ESCB has defined price stability as an annual increase in the general price level of 2% or less. During the run-up to EMU, countries notorious for their inflationary bias have experienced marked disinflation. No longer do people in those countries tolerate price rises. When some retailers tried to raise prices of some products after euro notes and coins came into circulation (in January 2002), people were in a rage. This is a good indication of how deep the newly-won stability consensus in Europe already runs. Never before has there been so much price stability in Europe as during the last decade.

However, price stability is not unique to Europe. Disinflation occurred on a global scale, as price stability has been recognised as the superior concept of monetary policy. No major economy or economic bloc is willing to go back to inflationary habits. In this respect, the prospects for the world economy are highly favourable.

The European stability consensus aims at underpinning price stability with an equally stability-oriented fiscal policy. EU governments therefore agreed on the European Stability and Growth Pact. The idea of the Pact is to not only to promote stability by preventing the emergence of conflicts between monetary policy and fiscal policies. Sound public finances as envisioned by the Pact contribute to sustainable growth, for they foster confidence.

The pact provides a credible framework designed to automatically stabilise the economy over the business cycle. The budget should be balanced over the course of the cycle, allowing for deficits if necessary, but also calling for surpluses if growth is high. The overall debt level of the public sector must be sustainable.

We regard the Stability and Growth Pact framework as a major improvement compared with discretionary stimulus packages that in the past have all-too-often proved to be ill-timed and debt-propelling. The much-chided euro-area social security systems are the main tools of automatic stabilisation.

Calls to revise the pact to counter its alleged procyclicality lead astray. Counter to conventional wisdom, the pact *is* flexible. It even allows for large macroeconomic stimulus. The

only problem with the pact is that some governments wish to apply it asymmetrically: they are willing to run deficits in a weak growth environment, but wish to dodge consolidation in times of budgetary abundance. This deficit bias is the very reason for the 3%-of-GDP deficit limit. The ongoing debate is the best evidence of how important the 3% ceiling deficit is.

I am well aware that in the field of fiscal policy, the US and the euro area have recently started to pursue diverging approaches. One might even be tempted to speak of a "global experiment". Policies on both sides of the Atlantic aim at rebuilding confidence, though the paths vary. While you in the US trust fiscal stimulus to actively rouse the economy from its current stupor, euro-area governments are basically trying to stick to the planned fiscal consolidation paths in order not to undermine hard-won confidence in their stability-oriented fiscal policies.

## **2.2 Structural policy: growth orientation**

So, if macroeconomic policies need to be geared towards stability, then who is responsible for growth? It's economic policy makers' business to design a framework conducive to growth in which enterprises can thrive. Pro-growth policies are multi-faceted, but at the end of the day you must get the incentives right: incentives to invest and incentives to work.

The dissatisfying growth performance of Europe owes much to its inflexible labour markets. Labour market policy in the EU is a responsibility of the national governments. Some countries like the Netherlands have successfully improved the framework for their labour markets and already brought down unemployment.

Other countries like my own are still in the middle of an extensive debate as to how best to address the labour market issue. The Chancellor has recently laid out his ideas, and they seem to be going in the right direction. However, the crucial details for most measures still have to be worked out. So what I can tell you today is a bit tentative, but it is nevertheless encouraging.

In Germany, the combination of high labour costs and generous welfare benefits had, over time, crowded out an entire segment of the labour market: low-wage jobs for the low-skill group. Like in other countries, this is the group with the highest unemployment rate. We are now pondering to adjust the incentive structure on the supply side by revamping the schemes of unemployment benefits and welfare assistance. A new type of "mini-jobs" with lower-than-usual payroll taxes is intended to help reinvigorate that labour market segment. Like other countries in Europe, Germany will need to tolerate a higher degree of wage differentiation.

Wage negotiations, centralised up to now, will in the future become more open to company-specific deals. This increase in differentiation is a crucial feature of pro-growth policies. Labour contracts in general will have to become more diverse. More extensive use of fixed-term contracts will be allowed for expanding small businesses, thus abolishing a major impediment to small business growth.

Another core task in growth-spurring labour market reform will be to bring down non-wage labour costs, which are a major barrier to employment growth. That is equivalent to further reforming the social security systems. We have already added a small but fully-funded pillar to our pay-as-you-go pension system. However, pension reform is still unfinished business. Employees will need to resort to more private provisioning.

In terms of growth orientation, Europe has been a bit of a laggard, although we have sound economic fundamentals. The time for more structural adjustments has undoubtedly come. They should help to both exploit and raise the growth potential. In general, economic policymakers need to provide a viable framework for giving enterprises and households certainty of planning.

Pro-growth policies are not restricted to domestic issues. A coherent approach to pro-growth policies must encompass liberal trade policy. Lowering barriers to trade and granting market access must be part of any credible set of pro-growth policies. There are really few things economists are willing to agree on, but the benefits of free trade are among

them. Therefore, the Doha round of international trade negotiations is another great opportunity for the world economy to foster growth.

### **2.3 A sound financial system**

The third factor in policies for sustainable growth is a sound financial system. It is a necessary precondition for the exploitation of the growth potential. There can be no investment without financing, and there can be no proper financing without a sound financial sector.

It is not a question of whether a financial system is a capital market system or relies more on banks for the allocation of funds. By tradition, continental Europe tends to be more bank-centred than the English-speaking countries. This tradition is now under change. Not even the setback for financial markets which followed the bursting of the millennium bubble brought this process to a halt.

Under the new single currency, capital markets in the euro-area have begun to play a larger role in financing. Financial integration is — aside from price stability — one of the hopes we had for the euro. It materialised quickly. More liquid and more thoroughly integrated euro-area capital markets are providing businesses with better and more diverse financing options. Ever more companies are going straight to the market, implying a changing role for banks. The euro-area financial system is becoming more balanced. Finance in Europe — which has not been bad before the euro arrived! — achieved a structural improvement. The foundations for economic growth in the euro area have improved in step.

To safeguard the soundness of a financial system is a rather complicated task. Effective financial regulation and financial supervision are key to financial stability. As financial products become ever more complex, financial regulators and supervisors need to keep pace with developments in the capital markets. They have to strike a fine balance. Their core task is to make sure that financial institutions are capitalised commensurate to their respective risk profiles, not least in order to contain systemic risk. On the other hand, they do not want to hinder the development and the use of new instruments and will therefore try to permit as much room as possible so as not to hinder growth.

In the aftermath of the late nineties' financial market boom, new questions arose. The role of market integrity has been highlighted by a series of financial scandals. Cases of insider trading, of investment banks recommending clients' stocks against their better judgement, and even some spectacular cases of outright accounting fraud have shaken financial markets to the core. Trust has been lost on a grand scale. It needs to be rebuilt by improving the framework of the markets. Financial markets must be trustworthy; only then will investors be willing to provide finance.

Let me cite one last aspect of sound financial systems. It is also a matter of trust. The infrastructure of the markets needs to be stable and able to withstand shocks. 9/11 was a shock not least to the world financial system. It put payment systems to the test. With a little help from the central banks — we stood ready to provide liquidity — the international financial system proved resilient. Disruptions in the world financial net might easily have a severe negative impact on the world economy. Hence the robustness of the market infrastructure is a major factor in steady and sustainable growth.

### **3 Concluding remarks**

Ladies and gentlemen,

Uncertainty currently weighs on all debates on economic issues. We cannot abolish uncertainty. It is a feature we will have to live with for some more time, as its causes are many. We can and we should, however, work to improve the resilience of the world economy. World economic growth needs to become better balanced. For this to happen, each of the world's major economic zones has some homework to do.

Let me again point out how happy I am to be able to be here with you this afternoon to discuss some important issues of the world economy. Trans-Atlantic debate has traditionally been intense — and it is a tradition I hold in high esteem. Our countries do have differences on vital political questions. We must not let these differences spoil our long-term relationship. The world needs a strong United States of America and a strong Europe to work together with confidence for the benefit of mankind.

\* \* \*