

Edgar Meister

Mitglied des Vorstandes
der Deutschen Bundesbank

Basel II: Was erwartet Banken und Mittelstand?

Rede beim Luxemburger Finanzmarktforum

Luxemburg

am Donnerstag, 7. Oktober 2004

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 30

I

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

wie kaum ein anderer Bereich der Wirtschaft ist das Banken- und Finanzsystem in den letzten Jahren mit sich wandelnden Herausforderungen konfrontiert worden. Hierfür sind vielfältige Marktprozesse und Regulierungen in gleicher Weise verantwortlich. In einem dynamischen Umfeld, wie es Kennzeichen auch der Finanzmärkte ist, entstehen Hoffnungen und Erwartungen, aber auch Ängste der Beteiligten und Betroffenen, denn jede Veränderung bringt auch ein Stück Unsicherheit mit sich.

Basel II als – dies kann man wohl ohne Übertreibung feststellen – das bedeutendste Regulierungsvorhaben seit den achtziger Jahren ist hiervon nicht ausgenommen. Die Frage ist deshalb legitim, welche Erwartungen die Banken und – ebenso wichtig – welche Erwar-

tungen die kreditnehmende Wirtschaft, insbesondere der Mittelstand an Basel II haben.

Die Überlegungen hierzu gelten analog auch für die sog. CAD III. Als Teil des FSAP (Financial Services Action Plan) hat die Europäische Kommission parallel zu den Arbeiten des Baseler Ausschusses die Umsetzung der neuen Eigenkapitalregeln in europäisches Recht vorangetrieben. Im Juli wurde ein entsprechender Richtlinienvorschlag angenommen, der derzeit im Ecofin-Rat unter der niederländischen Präsidentschaft und im Europäischen Parlament weiter beraten wird.

II

Meine Damen und Herren,

was sind nun die wesentlichen Erwartungen der Banken und des Mittelstandes an Basel II/CAD III ? Eigentlich sollte man hierzu die Betroffenen selbst befragen. Ich denke jedoch, dass wir uns in den fünf Jahren der Entstehung von Basel II mit sehr intensiven Kontakt-

ten zu Banken und Unternehmen sowie ihren Verbänden einen guten Überblick über die bestehende Erwartungshaltung verschaffen konnten.

Lassen Sie mich mit den Kreditinstituten beginnen. Aus meiner Sicht sind hier drei Hauptpunkte zu nennen, die Banken von Basel II erwarten:

- Die neuen Eigenkapitalregeln sollen erstens zeitgemäß und konsistent mit den Verfahren der Banken sein.
- Zweitens gilt es, das „level playing field“ durch gleichwertige Wettbewerbsbedingungen zu erhalten und
- schließlich drittens soll Basel II administrativ so wenig aufwändig wie möglich sein; die Implementierung sollte zu vertretbaren Kosten erfolgen können.

III

Um zum ersten Punkt zu kommen: Die neuen Eigenkapitalregeln sollen modern, marktorientiert und damit nah an den internen Verfahren der Banken sein. Damit ist auch eine gewisse Flexibilität verbunden, wenn sich das Risikomanagement weiterentwickelt.

Die Betrachtungsweise des traditionellen Kreditgeschäfts hat sich in den letzten Jahren entscheidend verändert. Denken in Risiko und Ertrag, wie es an den organisierten Kapitalmärkten seit langer Zeit üblich und geradezu selbstverständlich ist, hat inzwischen auch Einzug in den Kreditbereich gehalten. Risiken zu identifizieren, sie nach „state-of-the-art“-Methoden zu bewerten und zu steuern sowie sie schließlich auch angemessen zu bepreisen, dies scheinen rückblickend an sich banale Dinge zu sein. Diese Punkte waren aber bis vor wenigen Jahren für viele Banken gar nicht selbstverständlich, und auch heute noch gibt es manche Herausforderung in diesem Bereich

zu bewältigen, da Veränderungen in der Unternehmenskultur und zum Teil auch im Markt Zeit brauchen.

Basel II hat dieses neue Denken gefördert und ist – das ist ganz esentiell – voll kompatibel mit professionellem, ökonomisch sinnvollem Verhalten der Banken. Aufsichtsbehörden und Notenbanken rund um die Welt wollen nicht Regeln vorgeben, die allein die Wünsche der Aufsicht befriedigen, aber ansonsten wenig mit dem eigentlichen Geschäft bzw. den Risiken der Institute zu tun haben. Nein, der Trend ist klar: Reine Compliance-Orientierung kann kein Ziel einer effizienten Aufsicht sein. Es geht vielmehr um Risikoorientierung im allgemeinen und risikoorientierte Kapitalanforderungen im besonderen. Die Aufsicht gibt damit zugleich signifikante Anstöße in Richtung auf ein angemessenes Risikomanagement der Banken, die bekanntlich ihre eigenen bankinternen Verfahren auch für regulatorische Zwecke einsetzen dürfen. Dies sind Ratingverfahren im Kreditbereich oder auch Modelle im Bereich operationelle Risiken.

Obgleich diese Kompatibilität von Aufsichtsregeln und bankinternen Steuerungsverfahren mit Basel II m. E. in hohem Maße erreicht ist, und damit eine zentrale Erwartung sowohl der Banken als auch der Bankenaufseher erfüllt ist, können Aufsichtsregeln naturgemäß nicht das bankeigene Risikomanagement ersetzen. Dies aus zweierlei Gründen.

Zum einen haben Aufsichtsregeln eine ganze Bandbreite von Banken unterschiedlichster Größe, Komplexität und Relevanz für die Stabilität des Finanzsystems abzudecken. Aufsichtsregeln müssen daher – dies gilt selbst für Basel II – grober sein als bankeigene Verfahren.

Zum zweiten ist in einem hoch kompetitiven Umfeld, in dem sich Banken heute bewegen, die Qualität des Risikomanagements nicht nur Ausdruck der Professionalität der Bank bzw. ihrer Geschäftsführung, sondern zugleich ein entscheidender Wettbewerbsfaktor, der – zumindest auf längere Sicht – nicht hoch genug eingeschätzt werden kann. Dies gilt für alle Banken, auch für Sparkassen und Kreditge-

nossenschaften, die dank der Unterstützung ihrer Verbände auf gutem Wege sind, risikoorientiertere Verfahren umzusetzen.

IV

Meine Damen und Herren,

ein Bündel weiterer Erwartungen der Banken an Basel II knüpft sich, wie oben erwähnt, an Wettbewerbsfragen; dies sowohl in Europa, als auch darüber hinaus im weltweiten Kontext. Häufig werden Regulierungen hauptsächlich mit Blick auf ihre Wettbewerbswirkungen diskutiert und zum Teil auch angegriffen. In der Tat, auch hier decken sich die Ziele der Aufsicht und der Banken. Basel II/CAD III sollen faire, wettbewerbsneutrale Bedingungen für Banken, und in Europa auch für Wertpapierfirmen, schaffen. Arbitragemöglichkeiten z.B. mit Blick auf die Standortwahl, die Konstruktion einzelner Geschäfte oder die Auswahl bestimmter „Counterparties“ sollen soweit wie möglich verhindert werden. Natürlich ist dies nicht leicht zu erreichen, und

gerade, wenn es um Wettbewerbsfragen geht, wird von den Beteiligten am heftigsten gestritten.

Alles in allem denke ich, Basel II wird zur Solidität des internationalen Finanzsystems beitragen und ein „level playing field“ gewährleisten.

Gerade unter Wettbewerbsaspekten ist eine möglichst unveränderte bzw. einheitliche Übernahme in EG- bzw. nationales Recht anzustreben. Gleichwohl würde m.E. eine vollkommene Vereinheitlichung der Regeln bis ins kleinste Detail ohne jegliche Differenzierungen und Berücksichtigung markt- oder institutsspezifischer Besonderheiten nicht dem Gedanken eines „level playing field“ entsprechen. Obgleich die Finanzmärkte eng vernetzt sind und ihr Integrationsgrad, vor allem in Europa, höher ist als in den meisten anderen Wirtschaftsbereichen, gibt es weiterhin bestimmte Besonderheiten auf nationaler Ebene, die nicht vernachlässigt werden sollten. Dieses Argument wiegt naturgemäß stärker mit Blick auf lokale und regionale Märkte,

während die Anbieter im europäischen oder globalen Wettbewerb eine relativ homogene Peer-Group bilden, die kaum noch Differenzierungen in den Aufsichtsregeln zulässt.

Vor diesem Hintergrund handelt es sich bei Basel II um ein Rahmenwerk, in dem alle wesentlichen Punkte einheitlich geregelt sind. Die Umsetzung dieses Rahmens fällt in die Regelungskompetenz der Anwenderstaaten. Im Rahmen des Subsidiaritätsprinzips und aufgrund der Vertrautheit der nationalen Aufsichtsbehörden mit den regionalen Besonderheiten „ihrer“ Bankenmärkte ist dies eine sinnvolle Vorgehensweise.

v

Da Basel II bankinterne Verfahren zulässt und darüber hinaus qualitative Aspekte der Aufsicht gestärkt werden sollen (Stichwort Säule II), ergeben sich mehr Freiheitsgrade für Banken, als dies bisher unter Basel I mit relativ starren Eigenkapitalregeln der Fall ist. So-

wohl Kreditinstitute als auch ihre Aufseher haben ein größeres Maß an Ermessens- und Gestaltungsspielraum, und sie müssen lernen, damit umzugehen. Auf Ebene der einzelnen Bank ist z.B. zu entscheiden, welche Ansätze nach Basel II gewählt werden sollen; eine strategische Entscheidung, die gut überlegt sein will.

Weiterhin wird es auch künftig nationale Wahlrechte in Basel II/CAD III geben. Damit auf der Umsetzungsebene durch die potentiell größere Individualität der Verfahren keine Verzerrungen des Wettbewerbs entstehen, muss die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden noch enger werden als bisher. Hier gibt es im übrigen überhaupt keinen Dissens zwischen Banken und ihren Aufsehern.

Das über Jahrzehnte aufgebaute Netzwerk internationaler Koordinierung wurde deshalb auch sichtlich verstärkt und noch engmaschiger gemacht. Auf Baseler Ebene wird die Accord Implementation Group (AIG) für die notwendige Konvergenz der Aufsichtspraktiken innerhalb der G 10-Staaten und praktisch weltweit sorgen. Auf EU-

Ebene kommen speziell die Level-3-Ausschüsse im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens hinzu.

Im Bereich der Bankenaufsicht koordiniert das Committee of European Bank Supervisors (CEBS) die konsistente und möglichst einheitliche Umsetzung von EG-Regelungen in den einzelnen Mitgliedstaaten. Im Mai d.J. hat das CEBS mit der Formulierung von „High Level Principles“ einen ersten Schritt in Richtung auf einen hohen Konvergenzgrad bei der Anwendung des SRP in der EU unternommen. Darüber hinaus wurde dem Europäischen Rat eine Liste mit Vorschlägen zur Streichung eines Teils der im Richtlinienentwurf der EU-Kommission identifizierten nationalen Wahlrechte vorgelegt.

Ein weiterer neuer Beitrag zur fachlichen Konvergenz ist schließlich von der in Artikel 144 des Richtlinienvorschlags der Kommission vorgesehen Offenlegung der Ausübung der Wahlrechte durch die nationalen Behörden zu erwarten. Dies ist sozusagen die Säule III, angewandt auf die Aufsichtsbehörden selbst. Die Aufsichtsregeln in Euro-

pa werden künftig in einer Gesamtdarstellung und mit Vergleichsmöglichkeit voraussichtlich auf der Web-Site des CEBS einzusehen sein. Eine entsprechende Arbeitsgruppe des CEBS zu Supervisory Transparency erarbeitet gegenwärtig Vorschläge, wie eine vor allem für die Banken sinnvolle Präsentation der Aufsichtsregeln und -praktiken erreicht werden kann. Durch diese intensivierte Kooperation und die neue Transparenz der nationalen Aufsichtsbehörden bei der Umsetzung der Richtlinie wird die (grenzüberschreitende) Wettbewerbsneutralität in der EU gewahrt werden. Die notwendigen Mechanismen sind zum Teil bereits vorhanden bzw. werden mit der Verabschiedung der CAD III im Jahr 2005 geschaffen.

VI

Neben den soeben erläuterten Fragen des Wettbewerbs zwischen verschiedenen Finanzplätzen sind auch Aspekte des Bankenwettbewerbs innerhalb einer Jurisdiktion anzusprechen. Sofern Institute untereinander in direktem Wettbewerb stehen, sollte gemäß dem

Grundsatz „same business – same risk – same rules“ grundsätzlich eine einheitliche regulatorische Behandlung angestrebt werden.

Gleichwohl ist im Interesse einer Anwendbarkeit auch für kleinere Institute die Umsetzung von Basel II - in gewissen engen Grenzen - an den spezifischen Möglichkeiten sowie am Beitrag der Institute zum Systemrisiko auszurichten. Insofern stehen die im Richtlinievorschlag der EU vorgesehenen Erleichterungen für kleinere Institute – etwa bei der Möglichkeit zum dauerhaften „partial use“ im internen Ratingansatz, im Rahmen des „Supervisory Review Process“ (SRP) oder den Offenlegungspflichten – nicht im Widerspruch zu dem o.g. Grundsatz. Vielmehr sind sie angemessen, um einen fairen Wettbewerb zwischen großen und kleinen Kreditinstituten zu gewährleisten.

VII

Meine Damen und Herren,

lassen Sie mich nun zum dritten Bereich der Erwartung der Banken an Basel II kommen: Die Regeln sollen möglichst einfach sein, und die Implementierung in der einzelnen Bank soll zu geringstmöglichen Kosten erfolgen. Vielfach wird die Regelungsdichte kritisiert, nicht nur mit Blick auf die Bankenaufsicht, sondern in vielen Bereichen der Wirtschaft. Ich habe volles Verständnis für diese Position. Niemand – auch nicht die Bankenaufsicht – möchte die Banken mit Regeln stärker belasten als unbedingt notwendig. In der Einschätzung der Frage, was notwendig ist, kann es natürlich zu Meinungsverschiedenheiten kommen.

Basel II ist letztlich ein Spiegelbild der Komplexität der Bankgeschäfte und auch der Entwicklung des Risikomanagements. Konzept und Inhalt der neuen Regeln sind keine Erfindung der Bankenaufseher, sondern quasi modelliert nach den Praktiken gut geführter In-

stitute. Und: zwischen Risikosensitivität und Komplexität besteht ein offensichtliches Spannungsverhältnis. Einfache Regeln sind natürlich weniger risikosensitiv. Mehr Risikosensitivität, eine Forderung, die Banken und ihre Aufseher offensiv vertreten, bedingt hingegen differenziertere Anforderungen.

Basel II sieht aber einen Menü-Ansatz vor. Keine Bank wird gezwungen, die feineren Risikosteuerungsmethoden, wie das interne Rating im Kreditgeschäft oder einen „Advanced Measurement Approach“ im Bereich der operationellen Risiken anzuwenden. Die Banken haben vielmehr die Möglichkeit, aus dem Gesamtmenü der verfügbaren Ansätze z.B. auch den überarbeiteten Standardansatz zu wählen.

Allerdings haben auch die Bankenaufseher an dieser Stelle Erwartungen. Die Verfahren, die Banken einsetzen, sollten ihrer Geschäftstätigkeit angemessen sein. Von großen international tätigen Banken wird man erwarten können, dass sie nicht die einfachen Verfahren einsetzen, sondern z.B. eine Variante des internen Ra-

tings. Investitionen in das Risikomanagement zahlen sich im übrigen in jedem Fall aus, wenn z.B. Kreditverluste, wie sie in den letzten Jahren massiv aufgetreten sind, teilweise verhindert werden können.

VIII

Im Zusammenhang mit der Umsetzung der neuen Regeln stellt sich auch die Frage, wie bei Kreditinstituten, die in mehreren Ländern vertreten sind, eine koordinierte Vorgehensweise der Aufsichtsbehörden erreicht werden kann mit dem Ziel, den administrativen Aufwand der Einführung von Basel II für die Institute möglichst niedrig zu halten.

Hierzu sieht der EG-Richtlinien-Vorschlag der Kommission in Artikel 129 Abs. 2 vor, dass bei grenzüberschreitend tätigen Banken die Aufsichtsbehörde der Konzernmutter (der sog. Consolidating Supervisor) über die Zulassung gruppenweiter Risikomessverfahren entscheidet, wenn sich die beteiligten nationalen Aufseher nicht inner-

halb von sechs Monaten einigen können. Ich verstehe die Bedenken, die bei international tätigen Großbanken hinsichtlich einer möglichen Mehrbelastung durch differierende Anforderungen der einzelnen Gastlandbehörden bestehen.

Dennoch muss man sich bewusst machen, dass damit ein Eingriff der für die konsolidierte Beaufsichtigung zuständigen Behörde in den Zuständigkeitsbereich des Gastlandaufsehers stattfindet. Im Ergebnis wird letztlich ein Stück weit die Verantwortung des für die Tochter zuständigen Aufsehers ausgehebelt. Auf das Mitspracherecht des Gastlandaufsehers bei der Entscheidung über die Genehmigung des internen Ratingverfahrens sollte m. E. aber nicht verzichtet werden.

Jede Aufsichtsbehörde wird indes auch in Zukunft ihre Verantwortung für die Finanzmarktstabilität allein zu tragen haben. Im ungünstigsten Fall könnte es bei der Schieflage einer Bank zum Einsatz von Steuermitteln des Sitzlandes der Tochter kommen, obwohl die dortige Aufsichtsbehörde über einen wichtigen Bereich, nämlich der Zu-

lassung des internen Ratings der betreffenden Bank, nicht mit entschieden hätte. Angesichts der vorgesehenen Sechs-Monatsfrist, nach deren Ablauf automatisch der konsolidierte Aufseher das letzte Wort hätte, würden Souveränitätsrechte des Sitzlandes der Tochter berührt. Dies wirft schwierige Rechtsfragen auf.

Unabhängig von diesen Risikoüberlegungen kann es zu unterschiedlichen Anforderungen für konkurrierende Institute innerhalb eines Landes kommen, wenn gruppenangehörige Institute vom konsolidierenden Aufseher anders behandelt würden als nicht gruppenangehörige, deren interne Ratings vom nationalen Aufseher genehmigt würden.

Selbst wenn es europarechtlich möglich sein sollte, eine Regelung wie den vorgeschlagenen Art. 129 Abs. 2 einzuführen, muss sorgfältig politisch geprüft werden, wie wichtig Unterschiede in den Aufsichtspraktiken sein können bzw. ob diese im Interesse des gemein-

samen europäischen Marktes für Dienstleistungen letztlich hingenommen werden sollten.

Im Kern geht es bei den soeben angesprochenen Punkten um das wichtige Thema Konvergenz der Aufsichtsregeln und -praktiken. Mit der Errichtung des CEBS wurden Anfang 2004 organisatorische Strukturen geschaffen, die mit gutem Erfolg gestartet sind und m.E. dazu beitragen, dass die notwendigen Konvergenzfortschritte im Bereich der Regulierung und Aufsicht erreicht werden.

Mit Errichtung des CEBS hat auch die Kooperation der Aufsichtsbehörden eine ganz neue Qualität erreicht, die den Erwartungen der grenzüberschreitend tätigen Banken nach stärkerer Abstimmung Rechnung trägt.

Ein bisher wenig beachtetes, aber höchst praxisrelevantes Projekt, das CEBS vor kurzem in Angriff genommen hat, ist die Harmonisie-

rung des aufsichtlichen Meldewesens zur Solvenz der Institute. Idealerweise sollten Banken in allen EU- bzw. EWR-Staaten identische Angaben zu ihren Risikoaktiva, zum Eigenkapital und zur Eigenkapitalquote machen, damit Bankengruppen mit Niederlassungen in mehreren EU-Staaten grundsätzlich einheitlich melden können. Auf diesem Gebiet gibt es gute Ansätze und den guten Willen der Aufseher in Europa, im Interesse der Banken zu vernünftigen Lösungen zu kommen. Ich bin zuversichtlich, dass dies gelingen wird, jedenfalls wird das Projekt von allen Beteiligten voll unterstützt. Kontrovers wird derzeit im wesentlichen diskutiert, wie detailliert, d.h. heruntergebrochen auf Subkategorien innerhalb des Eigenkapitals oder der Risikoaktiva, das Meldewesen sein sollte.

IX

Meine Damen und Herren,

Bankenregulierung und -aufsicht sind kein Selbstzweck, sondern Mittel, bestimmte Ziele zu erreichen. Im Vordergrund stehen dabei deren Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems und zum Schutz der Einleger. Es gibt aber auch wichtige Nebenbedingungen, die beim Design von Aufsichtsregeln mit zu beachten sind. Letztlich hat sich jede Regulierung daran messen zu lassen, ob sie für die Menschen eines Landes per Saldo Vorteile bringt. Dabei kommen z.B. auch Aspekte ins Spiel, wie Basel II auf das Kreditvergabeverhalten der Banken und damit letztlich auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wirkt. Die Bankenregulierung darf nicht dazu führen, dass etwa Einbußen bei Wachstum und Beschäftigung auftreten.

Auf der Ebene des einzelnen Unternehmens betrachtet, stellen sich Fragen nach der Verfügbarkeit von Bankkrediten und den Bedingun-

gen der Kreditvergabe (sowohl hinsichtlich der zu stellenden Sicherheiten also auch hinsichtlich des Preises).

Damit, meine Damen und Herren, bin ich bei den Erwartungen der Unternehmen, vor allem des Mittelstandes an Basel II.

Entgegen den Erwartungen mancher Mittelständler gilt: Die neuen Eigenkapitalregeln werden kleine und mittlere Unternehmen nicht benachteiligen. Basel II sieht im Vergleich zu den geltenden Eigenkapitalregeln eine Reihe von Verbesserungen für diese Firmen vor, die ich nur kurz in Erinnerung rufen möchte:

- Kredite an mittelständische Unternehmen können bis zu einem Gesamtkreditbetrag von einer Million dem Retailgeschäft zugeordnet werden. Somit findet eine flachere Risikogewichtsfunktion Anwendung.
- Darüber hinaus gelten für Kredite an mittelständische Unternehmen mit einem Jahresumsatz von bis zu 50 Millionen Euro, die

nicht mehr dem Retailportfolio zugeordnet werden können, niedrigere Anrechnungssätze als im übrigen Unternehmensportfolio.

- Schließlich werden die Finanzierungsmöglichkeiten für kleine und mittelständische Unternehmen positiv beeinflusst, da die anerkennungsfähigen Kreditrisikominderungstechniken um mittelstandstypische Sicherheiten wie Sicherungsübereignung und Forderungsabtretung erweitert werden.

In Basel wurde die Frage der angemessenen Behandlung von Mittelstandskrediten intensiv diskutiert und m.E. ökonomisch sinnvoll gelöst. Risikoaspekte wurde dabei ebenso Rechnung getragen, wie dem berechtigten Interesse, den Mittelstand nicht durch internationale Aufsichtsregeln zu belasten.

X

Darüber hinaus hat Basel II, auch wenn das Regelwerk erst Ende 2006 bzw. 2007 in Kraft treten wird, bereits jetzt positive Verhaltensänderungen beim Umgang der Banken mit den Kunden ausgelöst, die m.E. beiden Seiten nützen.

Im IRB-Ansatz erstellen Banken ein Unternehmensrating. Hierzu gehört auf der einen Seite, dass der Unternehmer den Instituten zeitnah und kontinuierlich Informationen liefert, die in das interne Rating der Bank einfließen. Die Bereitschaft der Kreditnehmer, sich zu öffnen, ist inzwischen mehr als nur eine Erwartung, die die Banken hegeln, sondern gehört zum natürlichen Umgang miteinander.

Die Banken wiederum sollten ihre Erkenntnisse aus dem Rating zurück an den Unternehmer geben, denn auch die Banken müssen in ihrem Verhalten transparenter sein, obwohl sie sicher nicht ihre Geschäftsgeheimnisse, die in einem Ratingverfahren stecken, offenbaren.

ren müssen. Transparenz auf Seiten der Banken ist eine der zentralen Erwartungen des Mittelstandes. Ich denke, es entspricht den Angeboten der Fairness, wenn Banken ihre Ableitung des Ratings in wesentlichen Punkten nachvollziehbar für den Kunden machen. Dies schafft Vertrauen und stärkt die Kundenverbindung.

Das Feedback der Bank über Stärken und Schwächen eines Unternehmens erweitert also den Informationsfluss. Es kann auch Anstöße für eine bessere Unternehmensführung sein.

XI

Meine Damen und Herren,

trotz dieser insgesamt positiven Einschätzung ist bekannt, dass viele Unternehmer seit einiger Zeit über eine Kreditzurückhaltung ihrer Bank klagen und dass zum Teil Basel II hierfür als Ursache genannt wird. Objektiv richtig ist,

- dass in Deutschland das Wachstum der Bankkredite seit dem Jahr 2002 stagniert, im ersten Halbjahr 2004 sogar leicht negativ ist und,
- dass sich einige größere Banken vorübergehend fast vollständig aus dem Mittelstandsgeschäft zurückgezogen hatten.

Von einem flächendeckenden Rückzug kann jedoch keine Rede sein. Dazu sind mittelständische Unternehmen einfach zu interessant für die Banken als Kreditnehmer und Zielgruppe sonstiger Bankprodukte. Für Sparkassen, Kreditgenossenschaften und durchaus auch viele private Banken ist und bleibt die Mittelstandsfinanzierung Kerngeschäft, auf das man auch in Zukunft setzen wird. Dieser Trend wird durch Basel II noch verstärkt.

Die Hauptursachen für die schleppende Kreditvergabe lagen – und das wird durch verschiedene Studien der letzten Monate belegt – im wesentlichen auf der Nachfrageseite, d.h. bedingt durch das schw-

che Wirtschaftswachstum in Deutschland in den letzten Jahren. Vor allem wegen einer schwachen Binnennachfrage hielten sich viele Unternehmen bei Investitionsvorhaben zurück.

Natürlich gab es daneben auch angebotsseitige Effekte. Hier ist vor allem die Risikolage der Banken selbst zu nennen, die sich in den Jahren 2002 und 2003 signifikant verschlechtert hatte. Der deutsche Bankensektor hatte in diesen Jahren eine seiner schwierigsten Phasen der Nachkriegszeit zu meistern, auch wenn Liquidität und Stabilität unseres Bankensystems zu keiner Zeit gefährdet waren. Mehr als 77.000 Insolvenzen – darunter namhafte und große Firmen – verursachten einen Bedarf an Kreditrisikovorsorge, wie er nach dem zweiten Weltkrieg nie zuvor aufgetreten war. Erst allmählich ist ein Rückgang der Insolvenzen zu beobachten. Jedem Beobachter ist in den beiden Jahren 2002 und 2003 klar geworden, was „Risiko“ wirklich bedeutet.

Als m.E. ganz natürliche Reaktion der Banken war vorübergehend eine geringere Risikobereitschaft zu beobachten. Dies hatte sich in erhöhten Anforderungen von Sicherheiten als Voraussetzung für einen Kredit, zum Teil auch in der Ablehnung von Kreditanträgen bemerkbar gemacht. Die viel zitierte stärkere Konditionenspreizung nach Bonitäten, die durch Basel II verstärkt wurde, ist dabei ein Effekt, den Mittelstandskunden durchaus verstehen und akzeptieren, wenn ihnen ihre Risikobeurteilung glaubwürdig erläutert wird. Risikoorientierte Kreditkonditionen führen zu einer effizienteren Kapitalallokation, die letztlich in mehr Wachstum mündet. Hiervon profitiert also am Ende die gesamte Volkswirtschaft. Aus vielen Gesprächen mit Banken habe ich den Eindruck gewonnen, dass sich die Kreditvergabe inzwischen wieder verstärkt hat und manche Banken, die vorher eher zurückhaltend waren, das Kreditgeschäft wieder für sich als attraktive Geschäftssparte entdecken.

Gesunde Bankbilanzen und risikogerechte Margen leisten zudem einen wichtigen Beitrag dafür, dass das Bankensystem gut funktioniert

und die Stabilität des Finanzsystems erhalten bleibt. Das Prinzip der Nachhaltigkeit gilt nicht nur im ökologischen Bereich oder bei den Staatsfinanzen, sondern auch und gerade im Finanzsektor. Eine nachhaltige Entwicklung des Finanzsystems auf soliden Grundlagen zu fördern ist deshalb weltweit ein Credo all derjenigen, die für die Regulierung des Finanzsektors Verantwortung tragen. Dies drückt zugleich meine Erwartungen an Basel II aus, und wir werden alles tun, damit diese Erwartungen in Erfüllung gehen.

Ich danke Ihnen sehr herzlich für Ihre Aufmerksamkeit.

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

Professor Hermann Remsperger
Member of the Executive Board
of the Deutsche Bundesbank

“FDI and the Deutsche Bundesbank”

Dinner speech
on the occasion of the workshop on
Multinationals and International Integration
by the Kiel Institute for World Economics
and the Deutsche Bundesbank
8-9 October 2004
Kiel, Germany

Page 1 of 10

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

The topic of our workshop today and tomorrow is “Multinationals and International Integration”. This evening, I’d like to give you **3 reasons**, why we at the Bundesbank have a soft spot for this subject, namely: **supply of data, research and economic policy.***

The **first reason** is very simple, but also very important: We supply the public with data on foreign direct investment (FDI). Just think about the flow statistics from the balance of payments or the stock figures from our survey on enterprises’ international capital links.¹

We have anonymously processed the individual data taken from our statistics on German enterprises’ international capital links in a database. And we make this database available for research purposes.²

Our data currently cover 14 years starting in 1989. For the year 2002, this data record contains reports from around 6,000 German enterprises with 22,000 foreign affiliates. And we have data on over 7,000 foreign enterprises with 10,000 subsidiaries and branches in Germany. Our

* I would like to thank Dr Ulrich Grosch for his assistance in preparing this talk.

¹ Deutsche Bundesbank, International capital links, Special Statistical Publication 10, May 2004. The corresponding regular analyses appear in the *Monthly Report*; see Deutsche Bundesbank, The development of German enterprises’ international capital links between end-1998 and end-2001, *Monthly Report*, June 2003, pp 51 ff.

² The database was presented in Alexander Lipponer, A “new” Micro Database for German FDI, in Heinz Hermann, Robert Lipsey (ed), Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries, Berlin 2003.

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

statistics not only provide a breakdown of FDI stocks by country and industry. They also include several important indicators of the respective investments such as the number of employees, the annual turnover and the balance sheet total.

Our experts at the Bundesbank, working together with external researchers, have managed to link the individual data on FDI with other statistics. The links made with the banking and the balance of payments statistics have proved to be very promising. This is documented in research papers by Claudia Buch and Alexander Lippner on the investment behaviour of German banks abroad.³

Now we are examining how to enrich our data on direct investment with further data. Some examples are banks' reports on their external position, which are collected by the Bundesbank, as well as a data set of the Federal Employment Agency.

You can imagine, Ladies and Gentlemen, that we do not only want to supply data on FDI. We also have a great interest that these data are being used appropriately.

³ Claudia M Buch, Alexander Lippner, FDI versus cross-border financial services: The globalisation of German banks, Deutsche Bundesbank, Discussion paper, Series 1: Studies of the Economic Research Centre, No 05/2004 and Claudia M Buch, Alexander Lippner, Clustering or competition? The foreign investment behaviour of German banks, Deutsche Bundesbank, Discussion paper, Series 1: Studies of the Economic Research Centre, No 06/2004.

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

For example, FDI often serves as an indicator for the sound financing of a current account deficit and for the quality of a country as an industrial base or its competitiveness. However, owing to the complexity of the motives driving FDI at the enterprise level and the problems of defining and recording foreign direct investment, great caution ought to be exercised when interpreting the statistical data.

In my view, an assessment of the locational quality and competitiveness of a country requires very differentiated approaches.⁴ FDI can certainly play a role. However, it is only one indicator among many. Above all, one must keep in mind what the statistical term “foreign direct investment” actually means.

The international definition of FDI **represents** the mutual **comprehensive** intra-group financial relations provided there is a “lasting interest”. **This means that borrowing and reinvested profits are to be included in the statistics.** There are good reasons for this.

For example, long-term loans which a parent company grants to its subsidiary abroad can be a substitute for equity capital. Furthermore, it would not be right to treat retained earnings as anything but new equity capital as part of a so-called “distribute-recapture” policy.

⁴ See, for example, Richard Reichel, Ökonomische Theorie der internationalen Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften, Wiesbaden 2002.

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

However, I do see problems with the interpretation of foreign direct investment when taking a look at short-term loans and trade credits.

True, these credits count as FDI. But they do not tell us much about the locational quality of a country. In particular cases, short-term intra-group loans can have a decisive influence on the direction of direct investment, thus allowing false conclusions to be drawn.

For example, in the past year, German parent companies borrowed more from their foreign subsidiaries (€ 25 bn) than they invested abroad in new equity capital (€ 13 bn). In this case, it would surely be a mistake to take the net position of these flows to judge the quality of Germany as a location to do business.

And there is another problem: the low threshold for participating interests for FDI. It's only 10 %. Such a low threshold tells us very little about an investor's lasting interest. **The Bundesbank introduced the reduction in the participation threshold and the inclusion of short-term financial loans and trade credits into the direct investment flows only in 1999 when EMU was set up.**

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

Ultimately, there is a trade-off between the narrow definition of foreign direct investment, on the one hand, and the necessity to provide internationally comparable data, on the other.⁵

We have tried to solve this conflict by presenting direct investment data as detailed as possible. The researchers can select the data and definitions in such a way as to adjust them to fit their respective analysis. At the same time, the data are compatible internationally (and within EMU).⁶

After my short discussion of the Bundesbank being a data provider, I'd like to turn to the **second reason** for our soft spot for the subject of this conference. It's research.

We try to show that the German economy is not only affected by globalisation, but also has a strong impact on globalisation.

The German economy, with its extensive cross-border investment and its substantial foreign trade, has actually been one of the driving forces behind the globalisation process. The diverse and ever-changing transmission mechanisms of foreign impact on the domestic economy make it all the more important for a central bank to constantly analyse these developments.

⁵ See Deutsche Bundesbank, Problems of international comparisons of direct investment flows, *Monthly Report*, May 1997, pp 77ff.

⁶ See Deutsche Bundesbank, German balance of payments in 1998, *Monthly Report*, March 1999, p 43, particularly p 55.

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

In the past few years, we have studied intensively the reasons behind foreign direct investment.⁷

Our research at the Bundesbank shows that there are many different motives for conducting FDI. These motives cannot be simply reduced to cost aspects, and particularly not only to labour costs, however important they may be.⁸ There are also tax considerations and regulatory differences to consider.

Furthermore, the liberalisation of capital movements, the creation of a single European market as well as the privatisation of state enterprises have played and continue to play an important role for investing abroad.

Part of the outcome of this has been the creation of new markets and the provision of market access to foreign investors. One example is the telecommunication industry which in the late 1990s was a very active investor. However, many other service sectors such as financial services and energy were also heavily involved in FDI.

The opportunity to gain access to new markets plays a key role for FDI.⁹ Those enterprises which want to be successful in the world markets must be

⁷ See, for example, the conference volume Heinz Hermann, Robert Lipsey (ed), Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries, Berlin 2003.

⁸ The latest survey of the German Chamber of Industry and Commerce shows that 39% of respondent enterprises indicated cost savings with respect to wages, taxes and levies as the most important reason for foreign direct investment.

⁹ See, for example, Thomas Jost, Direct investment and Germany as a business location, Discussion paper 2/97, Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, June 1997.

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

present on-site. Direct investment and external trade often go hand in hand. It is thus not surprising that there is a relatively close correlation between German foreign direct investment and German exports.¹⁰ Econometric studies confirm this.¹¹

At year-end 2002, for example, almost 86% of German FDI went to industrial countries and just over 14% to reforming and developing countries. These groups of countries accounted for 82½% and 17½% of German exports respectively. Particularly, a gravity model analysis of the strong German foreign trade with the central and east European countries shows that German FDI in these countries is an important factor.¹²

Now I'd like to address very shortly the **third and final reason** for our interest in the topic "Multinationals and International Integration". It's a political one.

As we all know, the focus of the debate on direct investment has shifted towards **the effects of FDI on the domestic economy, particularly on employment**. In Germany, this was sparked by the EU enlargement. This

¹⁰ One major exception is the United States, which at year-end 2002 accounted for nearly 37% of German foreign direct investment but only around 10% of exports. Correspondingly, euro-area countries' share of German direct investment is lower than their share of German foreign trade.

¹¹ See Deutsche Bundesbank, Development and determinants of international direct investment, *Monthly Report*, August 1997, pp 63 ff and Claudia Buch, Jörn Kleinert and Farid Toubal, Determinants of German FDI: New Evidence from Micro-Data, Discussion paper, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank 09/03, March 2003.

¹² See Deutsche Bundesbank, Germany's relative position in the central and east European countries in transition, *Monthly Report*, October 1999, p 15 ff.

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

development has directed attention towards the ongoing process of enterprises shifting production to central and eastern Europe, a process which has been going on for many years now.

A similar debate on the advantages and disadvantages of outsourcing is currently under way in the United States. This received much attention through comments made by Gregory Mankiw and has been intensified in a paper by Paul Samuelson.¹³

Our studies indicate that, on balance, the German economy has benefited from outsourcing parts of its production to less expensive locations. By doing so, German enterprises have been able to maintain their global competitiveness in a difficult environment. After all, Germany's exports have increased by nearly 11% in the first eight months of this year.

Of course, we do know the argument that German exports are being decoupled from domestic value added owing to the increase in imports of foreign intermediate goods. Germany, so the argument goes, is more and more passing on goods produced abroad. **Yes, it is true that the import content of German exports has increased considerably in the past few years. This share has risen from around 27% in 1991 to almost 39% in**

¹³ Paul A. Samuelson, Where Ricardo and Mill Rebut and Confirm Arguments of Mainstream Economists Against Globalization, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No 3 Summer 2004 (forthcoming).

Embargo: 8pm CET on 8 October 2004

2002. At the same time, however, the share of gross value added attributable to exports rose from 18% to nearly 21%.

In my view, the final word is still out on the impact that outsourcing is having on employment, both in the economy as a whole and at the enterprise level. More research is needed in this sphere to provide robust results.

We at the Bundesbank will remain committed to this area of research.

Ladies and gentlemen, by attending this workshop and contributing to it, you have shown your interest in all these issues.

I very much welcome your active participation. Thank you once again for coming.

Last but not least special thanks go to the Kiel Institute for World Economics for its hospitality and cooperation and to Claudia Buch and Heinz Herrmann for their excellent teamwork in organising and presenting this workshop on *Multinationals and International Integration*. Our experience here in Kiel and with the Institute have stimulated us in Frankfurt to intensify our research activities. As our new president at the Bundesbank is a driving force in research I would like to pass on Professor Weber's warmest regards.

Sendesperrfrist: 14. Oktober 2004, 12:00 Uhr MEZ

Prof. Dr. Axel A. Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

**Die finanzpolitischen Regeln der Währungsunion vor dem
Hintergrund der demographischen Entwicklung**

Zusammenfassung eines Vortrags bei der Klausurtagung der
Landesgruppe Nordrhein-Westfalen in der CDU/CSU
Bundestagsfraktion in Recklinghausen
am Donnerstag, 14. Oktober 2004

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 6

Sendeschlussfrist: 14. Oktober 2004, 12:00 Uhr MEZ

Die Europäische Währungsunion ist im Vertrag von Maastricht als Stabilitätsgemeinschaft konzipiert. Die Geldwertstabilität zu bewahren ist das vorrangige Ziel der gemeinschaftlichen Geldpolitik. Die Währungsunion hat jedoch eine finanzpolitische Flanke. Diese röhrt daher, dass die Kosten einer unsoliden Haushaltspolitik einzelner Mitgliedsstaaten in Form eines höheren Zinsniveaus von allen Mitgliedern getragen werden müssen. Deswegen enthält der Maastrichter Vertrag auch Regeln für die in nationaler Verantwortung verbliebene Finanzpolitik. Die EU-Mitgliedsstaaten sind verpflichtet, übermäßige Haushaltsdefizite zu vermeiden. Die EU-Kommission überwacht die Haushaltsslage und schlägt gegebenenfalls die Einleitung eines Defizitverfahrens vor. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt konkretisiert und ergänzt diese Regeln des Maastrichter Vertrages. Er verpflichtet die Mitgliedsstaaten, ihren öffentlichen Gesamthaushalt auf mittlere Sicht auszugleichen. Der angestrebte Haushaltssausgleich dient drei ökonomischen Zielen: Konflikten zwischen Geld- und Finanzpolitik vorzubeugen, Spielraum zu schaffen für das Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren sowie die Staatsfinanzen auf die mit der demographischen Entwicklung verbundenen Lasten vorzubereiten. Diese Ziele gelten unabhängig von der jeweiligen konjunkturellen Situation und trotz der fortgesetzten Verstöße gegen die finanzpolitischen Regeln der Währungsunion. Eine Modifizierung des Paktes wie kürzlich von der EU Kommission vorgeschlagen ist aus Sicht der Bundesbank nicht zielführend. Die Vorschläge laufen letztlich auf eine Erweiterung des Ermessensspielraums hinaus und drohen damit die von allen Beteiligten als vernünftig angesehenen ökonomischen Ziele des Paktes in den Hintergrund zu drängen.

Die Alterung der Bevölkerung schreitet in Deutschland rasch voran, ohne dass die öffentlichen Haushalte auf die sich damit abzeichnenden finanziellen Lasten hinreichend vorbereitet wären. Eine Geburtenrate, die mit rund 1,4 Kindern je Frau deutlich unter der Reproduktionsrate liegt, sowie eine jährlich um knapp 1,3 Monate steigende Lebenserwartung implizieren einen absoluten Rückgang der Bevölkerungszahl, der von einem Anstieg des Altenquotienten begleitet wird. Einem schrumpfenden

Sendesperrfrist: 14. Oktober 2004, 12:00 Uhr MEZ

Erwerbspersonenpotential steht eine wachsende Anzahl von Transferempfängern gegenüber. Tendenziell fallenden Einnahmen stehen tendenziell steigende Ausgaben der öffentlichen Hand gegenüber. Diese sich auftuende Lücke gilt es zu schließen.

Die umlagefinanzierten sozialen Sicherungssysteme der gesetzlichen Renten-, Kranken- und Pflegeversicherung geraten zunehmend in die Bredouille, zumal die Lohnnebenkosten bei einem Gesamtsozialversicherungsbeitrag von 42% des Bruttoentgelts ein Niveau erreicht haben, das die Deckung von Fehlbeträgen mittels höherer Beitragssätze weitgehend ausschließt. Seit 1998 wird ein starker Anstieg des steuerfinanzierten Zuschusses an die Rentenkassen verzeichnet; fast jeder dritte als Rente ausgezahlte Euro stammt heute aus dem Bundeshaushalt. Gleichzeitig zeichnet sich vor allem für die Bundesländer in den nächsten zwanzig Jahren ein drastischer Anstieg der Zahl der Versorgungsempfänger ab, wenn die in den 60er und 70er Jahren eingestellten Beamten das Pensionsalter erreichen. Die Versorgungsaufwendungen der Gebietskörperschaften dürften sich bis zum Jahr 2040 mehr als vervierfachen.

Zur Beurteilung der Ausgangslage der öffentlichen Haushalte können drei Kriterienkomplexe herangezogen werden: die im Vertrag von Maastricht verwendeten Indikatoren Schuldenstand und Finanzierungsdefizit, die Flexibilität der Einnahmen- /Ausgabenstruktur der öffentlichen Haushalte sowie die Größe der Tragfähigkeitslücke. Mit einen Haushaltsdefizit von 3,9 % des BIP verletzte Deutschland im vergangenen Jahr sowohl das Defizitkriterium des Maastrichter Vertrags von 3 % einer Jahreswirtschaftsleistung (und wird es auch dieses Jahr wieder tun), als auch mit einer Staatsverschuldung von 64,2 % die Obergrenze für den Schuldenstand in Höhe von 60% des BIP. Der größte Teil der Neuverschuldung ist struktureller Natur. Bei einer Staatsquote von etwa 50 % ist die Ausgabenstruktur des öffentlichen Gesamthaushalts eher ungünstig. 57% der Gesamtausgaben entfallen auf (konsumtive) Sozialausgaben; dies entspricht einem Anstieg von zehn Prozentpunkten gegenüber der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. 6 % der

Sendesperrfrist: 14. Oktober 2004, 12:00 Uhr MEZ

Ausgaben müssen zur Bedienung der Staatsschuld aufgewandt werden. Der Anteil der Investitionen hat sich auf nur mehr 3 % halbiert. Positiv ist jedoch zu vermerken, dass der Anteil der Personalausgaben seither um drei Prozentpunkte auf 16 % zurückgegangen ist.

Die Tragfähigkeitslücke der deutschen Finanzpolitik ist erheblich. Zwar schwankt die geschätzte Höhe der impliziten Staatsverschuldung ganz erheblich mit den getroffenen Annahmen und sollte daher mit Vorsicht interpretiert werden. Doch der aus der Tragfähigkeitslücke abgeleitete Konsolidierungsbedarf ist weniger schwankungsanfällig und daher aussagekräftiger. Die Bundesbank hat auf Basis des Haushaltsjahres 2003 einen jährlichen Konsolidierungsbedarf von 6 % des BIP errechnet, der bei Berücksichtigung der beschlossenen Reformen auf noch immer beachtliche 3,5 % des BIP sinkt. Simulationsrechnungen zeigen auf, dass den Annahmen über die künftige Entwicklung der Lebenserwartung zentrale Bedeutung für die Größe der Tragfähigkeitslücke zukommt. Daher leistet der beschlossene Nachhaltigkeitsfaktor in der Rentenformel einen entscheidenden Beitrag zu der genannten Reduktion der Tragfähigkeitslücke.

Die öffentlichen Haushalte Deutschland werden schon in wenigen Jahren in einer unvorteilhaften Ausgangslage von einer ungünstige Entwicklung der Bevölkerungsstruktur getroffen. Beide Tatbestände sind lange bekannt. Umso ärgerlicher ist es, dass der notwendige Politikwechsel immer wieder aufgeschoben wurde und teilweise noch wird. Die Zeit drängt, denn einerseits ist der Korrekturbedarf umso höher, je später gehandelt wird. Zum anderen dürften Korrekturen mit zunehmendem Altenquotienten politisch schwerer durchsetzbar sein.

Es muss reformiert werden, und es muss konsolidiert werden. Der Reformbedarf bezieht sich vor allem, aber nicht nur, auf die Sozialversicherung. Die Anhebung des Rentenalters, nicht nur des effektiven, sondern vor allem des gesetzlichen Rentenalters, auf 67 Jahre kann einen substantiellen Beitrag zur Schließung der Tragfähigkeitslücke leisten. Zudem

Sendeschlussfrist: 14. Oktober 2004, 12:00 Uhr MEZ

werden die beiden kapitalgedeckten Säulen der Alterssicherung in Zukunft einen wachsenden Anteil des Lebensunterhalts im Alter finanzieren müssen. Die noch ausstehenden Reformschritte in den Sozialversicherungen müssen in einen konsistenten Politikansatz für mehr wirtschaftliche Dynamik eingebettet werden. Ein stetiges Wirtschaftswachstum entlang eines höheren Wachstumspfades wie es die EU-Mitglieder mit ihrer Lissabon-Agenda anstreben, trüge nennenswert dazu bei, die desolate Lage der öffentlichen Haushalte zu entschärfen.

Wirtschaftswachstum alleine wird es jedoch nicht richten; es muss nicht nur reformiert, sondern auch konsolidiert werden. Der internationale Vergleich legt offen, dass nur die Konsolidierung über die Ausgabenseite nachhaltig ist. Konkret müssen die konsumtiven Staatsausgaben gesenkt werden, Steuervergünstigungen beseitigt und Subventionen abgebaut werden. So ein vertrauensstiftender Kurs kann durchaus auch in einer konjunkturell ungünstigen Situation mit Gewinn eingeschlagen werden. Die Konzentration auf die Ausgabenseite darf jedoch nicht den Blick auf die Einnahmeseite verstellen. Eine systemvereinfachende Einkommensteuerreform, die die Bemessungsgrundlage verbreitert und den Tarif absenkt, verbessert die Anreizstruktur, stärkt die Wettbewerbsfähigkeit und trägt so zu einer Verstärkung der Einnahmen der öffentlichen Hand bei. Nicht zuletzt gehören zu einem glaubwürdigen Konsolidierungskurs realistische Annahmen über die zu erwartenden gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

Bei genauerer Betrachtung der Ausgangssituation der öffentlichen Haushalte und der sich abzeichnenden demographischen Entwicklung erweist sich, dass es keine gangbare Alternative zu der ökonomischen Ratio des Stabilitäts- und Wachstumspaktes gibt. Mittels nachhaltiger Konsolidierung müssen die öffentlichen Haushalte in die Lage versetzt werden, die aus der Verschiebung der Altersstruktur der Bevölkerung resultierenden Lasten aufzufangen. Die finanzpolitischen Regeln der Währungsunion sind maßgeschneidert für

Sendesperrfrist: 14. Oktober 2004, 12:00 Uhr MEZ

Deutschland und die von der Alterung ebenso betroffenen anderen EU-Mitgliedsstaaten.

Nun gilt es, diese Konsolidierungsherausforderung anzunehmen.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

Professor Dr. Axel A. Weber

President of the Deutsche Bundesbank

European inflation dynamics and inflation convergence

Open Macro Models and Policy in the Development
of the European Economy

Conference at the European University Institute
Florence, 15 October 2004

– Check against delivery –

Page 1 of 23

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

I Introduction

Maintaining price stability in the euro area is the primary objective of the single monetary policy of the European Central Bank. In following this goal, monetary policy cannot prevent, however, inflation rates from differing between member countries of EMU. For example, over the last twelve months, the year-on-year rates of the HICP for Germany, Austria and the Netherlands averaged around 1½ percent, while Spain and Greece showed rates of around 3 percent.

The existence of enduring inflation differentials within the euro area has resulted in a lively debate on the appropriateness of the stance of the single monetary policy for countries on the lower and on the upper end of the distribution. Accordingly, macroeconomists and central bankers alike have a considerable interest in measuring and understanding heterogeneity in euro area inflation rates.

Another aspect of euro area inflation that is currently discussed and examined is its dynamics – or more specifically – its persistence. The investigation of this topic has been stimulated by the observation that inflation in the euro area seems to respond so sluggishly to policy shifts.¹

¹ See Angeloni, Kashyap and Mojon (2003).

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

In the following I would like to talk about both issues – inflation persistence and inflation dispersion – which may be referred to as the time series dimension and the cross section dimension of the same phenomenon.

II Inflation persistence

Understanding the dynamics of inflation in the euro area is of natural interest to the Eurosystem. For this reason, the “Inflation Persistence Network” (IPN), a group of researchers from the ECB, my own institution and the other national central banks, was set up in 2003.² On the basis of a broad spectrum of different methods and datasets, e.g. individual consumer and producer prices, surveys on firms' price-setting behaviour, and aggregate inflation data, the IPN tries to shed some light on the patterns, determinants and implications of European inflation persistence.

A crucial question that has to be answered is, of course, the proper definition and measurement of “inflation persistence”. The key problems with this issue become clear as soon as we think about how the term “persistence” is used in general. The American Heritage Dictionary, for instance, defines persistence as the “continuance of an effect after the cause is removed.”

When we apply this definition to “inflation persistence”, we immediately see that one aspect we have to think about is the “cause” – or in the terminology of

² For instance, one project at the Bundesbank currently explores the price setting behaviour in Germany based on survey data.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

economists, the “shock”. Of course, many types of shocks are conceivable, e.g. a preference shock or a technology shock. A central bank of course is especially interested in monetary policy shocks.

Inflation persistence in structural models

Taking a more formal approach, inflation persistence can be defined in structural models and within a pure time-series approach. As to structural models, a key aspect is the definition of the equilibrium from which the economy starts and to which it tends to return after the shock. The equilibrium path of inflation is then implied by the model structure. For instance, it may be given by a credible inflation target set by the central bank.

The response pattern of inflation to shocks can be traced back in particular to the assumptions about price setting behaviour. In this setting, the time that a systematic monetary policy action needs to reach its peak effect on inflation may be employed as a measure of inflation persistence.³

Inflation persistence in pure time series models

Another strand of research does not rely on particular structural models. Rather, the inflation process is specified as a (univariate) stochastic process. In these models shocks come as realizations of a single innovation term. Unlike

³ See Batini (2002).

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

with structural models these shocks cannot be given a particular economic interpretation. Rather, they are interpreted as the sum of all the various influences that have an impact on inflation in a given period.

Taking the simplest case of an AR(1) model, the implied long-run mean of the inflation rate is a function of the intercept and the autoregressive parameter.

The latter can be seen as a measure of the degree of persistence: if the autoregressive parameter is small, there will be a strong tendency for the process to return to its long-run mean. The closer this parameter is to unity, the longer it takes for the inflation rate to return to its equilibrium level.

For specifying the long run mean of inflation in a univariate time series model, the most naïve approach is to assume it to be constant for the whole sample period under consideration. This may be seen as a reasonable specification for a short time horizon, for which the structure of the economy can be assumed to be fairly constant.

However, when analysing inflation dynamics over a longer period of time, the assumption of a constant mean is simply unreasonable. It could be replaced, for instance, by a mean process with break points, some exogenously given time trend, or some filtered process.

⁴ See Robalo Marques (2004).

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

I emphasise this point since it turns out that the measured persistence crucially depends on the specification of the mean inflation.⁵ Robalo Marques (2004), for example, uses different specifications for the long-run inflation trend, such as linear trends for different subperiods, a moving average process, or a trend resulting from the Hodrick-Prescott filter. His findings are quite intuitive: there is a negative relationship between the assumed degree of flexibility of the mean process and the measured persistence. Hence, assuming a constant mean, as is frequently done in the literature, generally tends to result in a very high estimated degree of inflation persistence.

Results from Levin and Piger (2004) confirm the importance of the assumptions about the long-run equilibrium level for the measurement of inflation persistence. In a study with twelve industrial countries they find that, when allowing for structural breaks in mean inflation, inflation persistence is not very pronounced. From that they draw the general conclusion that high inflation persistence is not an inherent characteristic of industrial economies.

Inflation persistence and monetary policy

For monetary policy, the degree of inflation persistence is an important piece of information since it measures the dynamic impact of policy measures on the future path of inflation. A high degree of inflation persistence could make monetary policy much more difficult because monetary policy measures need a

⁵ For estimating the degree of persistence of a time series in the presence of breaks in the mean process, see Perron (1990).

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

long time to affect the rate of inflation. The longer this transmission lag, the higher the probability of additional shocks hitting the rate which could render this policy measure ineffective or even inappropriate.

The conduct of monetary policy becomes even more complicated if inflation persistence in a monetary union differs across member states. Benigno and Lopez-Salido (2002) analyze the effect of different policy rules under such circumstances. Based on a theoretical model, they find that a monetary policy that assigns a higher weight to countries with a higher degree of inflation persistence leads to better outcomes than targeting the area-wide rate of inflation. However, they also stress that such a "rigidity-adjusted" inflation targeting comes with a considerable incentive problem: countries with a high degree of inflation persistence have only a weak incentive to reduce their rigidities because they enjoy the special attention of the monetary authority.

A further problem arises if the central bank is faced with uncertainty with respect to the degree of persistence, e.g. because there is uncertainty about the prevailing price and wage formation mechanism. Using small macro models, Coenen (2003) and Angeloni, Coenen and Smets (2003) find that in this case the monetary policy maker is well advised to base his decisions on the assumption of a relatively high degree of persistence.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

III Inflation dispersion

Let me now turn to the cross-sectional dimension, i.e. to the observed heterogeneity in inflation rates across euro-area countries.

From the beginning of Stage 1 of EMU in 1990 until 1998, the dispersion of HICP inflation rates decreased steadily. The unweighted standard deviation, exceeding 4 percentage points at the beginning of the 1990s, fell to about 1 percentage point at the beginning of 1999. After reaching its lowest values in mid-1999, inflation dispersion increased again in 2000. From 2001 until the present, the standard deviation did not exhibit any strong trend in either direction. This August the measure has reached 0.9 percentage points.⁶

To give a benchmark for comparison: since 1997 inflation dispersion in the euro area appears to be only slightly above the corresponding metric for US states. However, it has been higher than within some European member countries. Across German Länder, for instance, the standard deviation has moved around 0.4 percentage points since 1994.

⁶ ECB Monthly Bulletin April 2003 and own computations.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

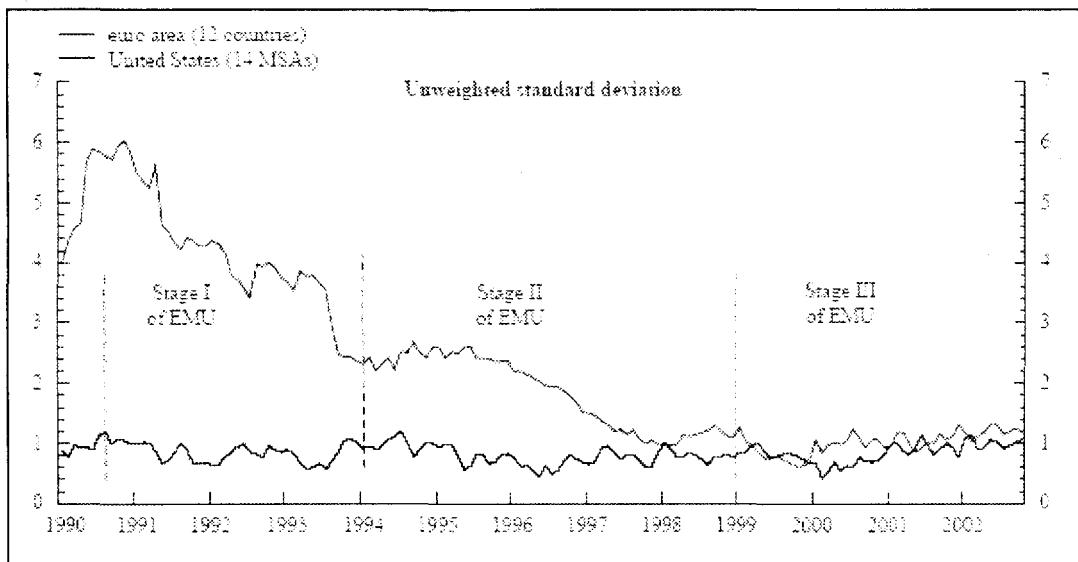


Figure 1: Inflation dispersion in the euro area and in the United States (14 MSAs). Source: ECB (2003).

Unlike among regions of individual euro area countries and within the United States, inflation differentials across euro area countries seem relatively more persistent: from 1999 to 2003 Germany and Austria have been mostly below the average euro area inflation rate, whereas Greece, Ireland, Spain and Portugal mostly exceeded it.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

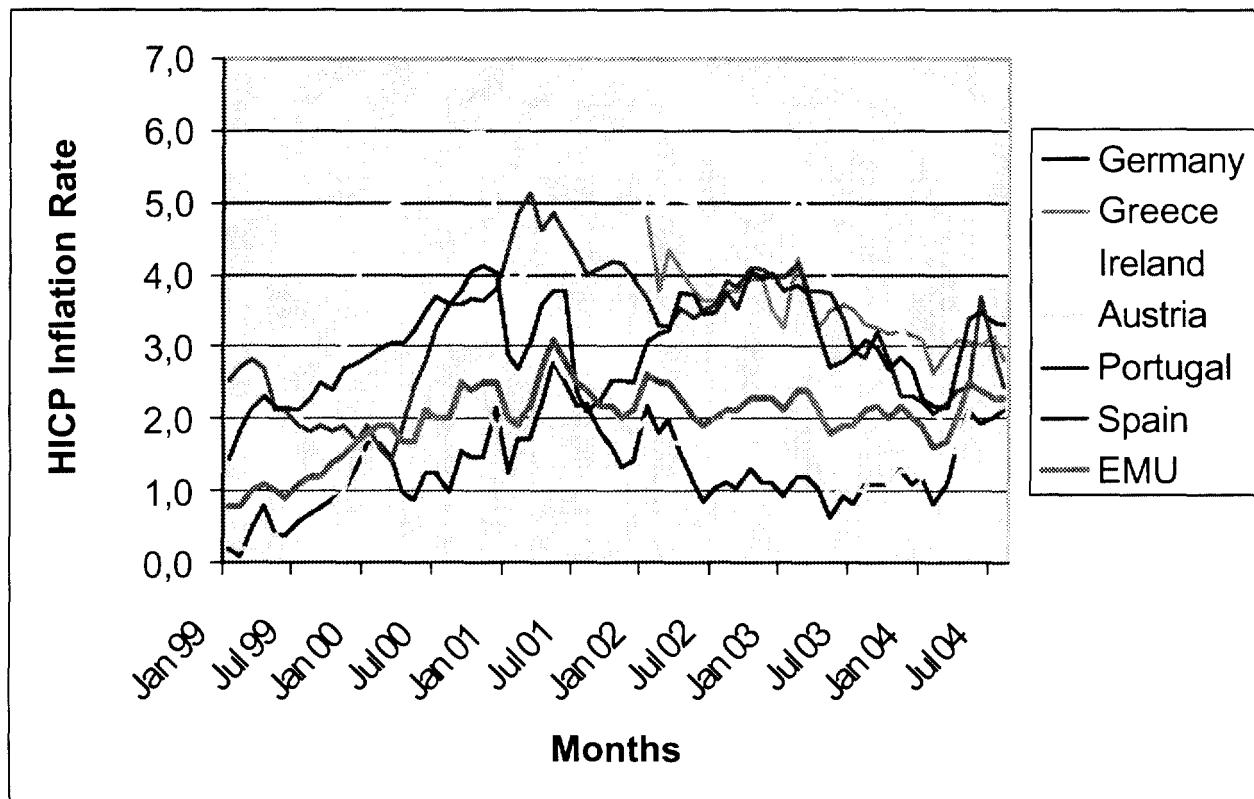


Figure 2: HICP inflation rates for EMU and selected member countries. Source: Deutsche Bundesbank.

Measuring inflation dispersion using regional data

Concerning empirical analysis, one obstacle for an in-depth assessment of inflation dispersion in the euro area is the relatively scarce amount of available data. For the small number of member states and the fairly short time horizon, neither pure time series approaches nor pure cross section approaches appear promising for econometric analysis.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

One obvious solution is to use panel data. Moreover, in order to increase the information in the cross section, it is desirable to use regional data instead of national data. Let me summarise briefly, at this stage, the results of a study by Günter Beck and myself that is based on price data from 1990 to 2002 which come from 77 European regions belonging to six euro-area countries.⁷

⁷ Weber and Beck (2003).

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

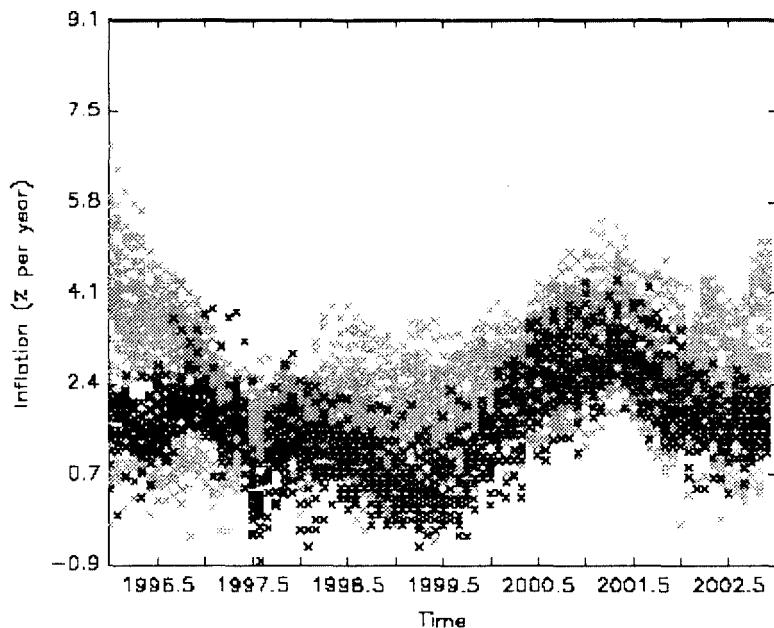


Figure 3: Inflation dispersion: all items, emphasis on Italian regions.

The figure plots cross-sectional inflation rates ('All Items') for Germany, Austria, Finland, Italy, Spain and Portugal. Inflation rates are computed as annual percentage changes. Inflation rates of Italian regions are emphasized.

We find that convergence of inflation rates is pronounced especially for tradable goods. The estimated half-life for convergence among the 77 regions is 5.3 years. However, looking separately at the two subperiods before and after the beginning of EMU, we observe that the speed of convergence has changed substantially: from 1992 to 1998 the half-life was 1.3 years, while from 1999 to 2002 it is estimated as 12.8 years.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

This reflects the efforts to meet the Maastricht inflation criterion: the inflation rate of a country was allowed to be no more than 1.5 percentage points higher than the average inflation rate of the three countries where inflation was the lowest. Thus, while the requirements of the Maastricht treaty have forced convergence in the run-up to 1999, this process came to a virtual standstill after the beginning of the final stage of EMU, given the considerable progress reached in inflation convergence at that stage.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

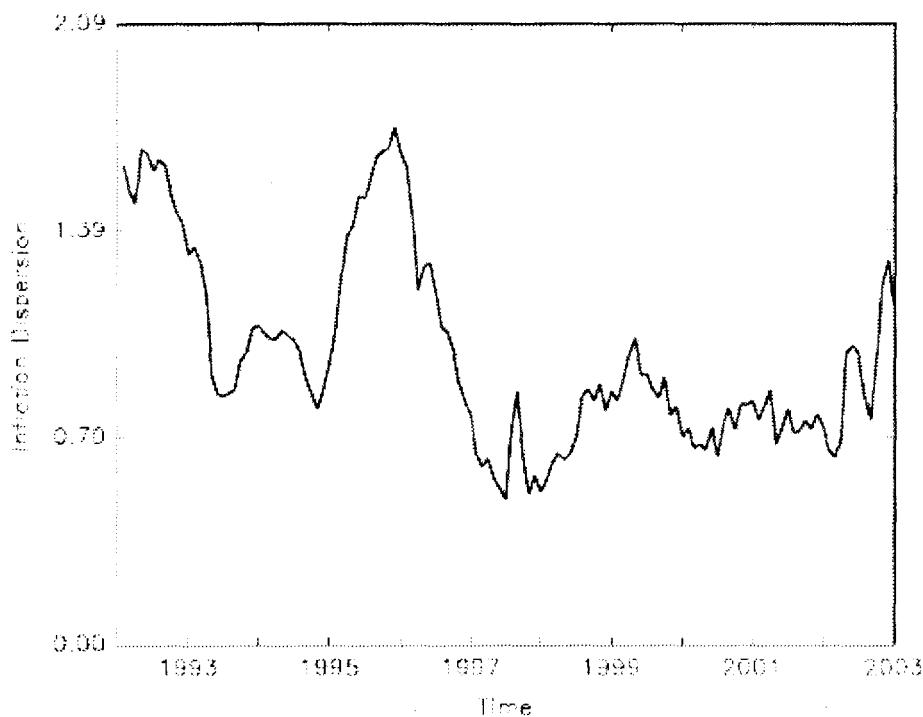


Figure 4: Inflation dispersion: European 'extended' sample.

The figure plots the standard deviation of regional inflation dispersion (total index) for our European 'extended' sample (Germany, Austria, Italy, Spain and Portugal) for the period from 1992 to 2002. Inflation rates are computed as annual percentage changes in the CPI. All figures are multiplied by 100.

Deeper insights into the nature of inflation dispersion can be obtained by examining the dynamics of the whole distribution rather than just the standard deviation. More specifically, we computed the probability of regional inflation rates remaining in extreme areas of their distribution. The results indicate relatively weak convergence dynamics as well.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

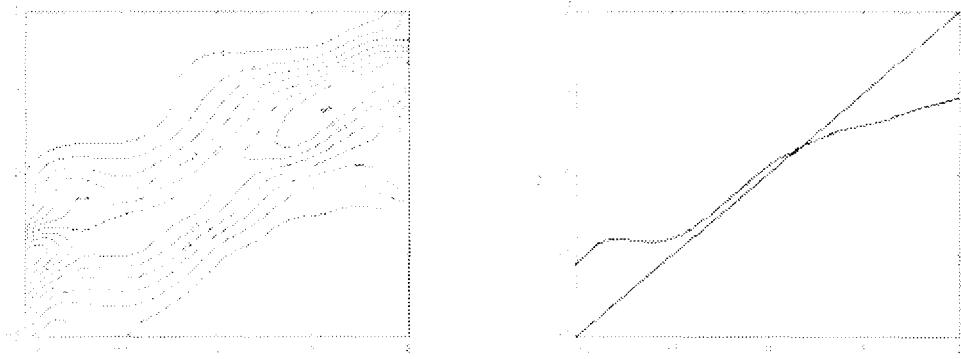


Figure 5: Stochastic kernel: European 'extended' sample, annual transitions, contour plot and conditional expected mean inflation deviations.

The left panel of the figure represents the contour plot of the transition density function $p(x, y)$ associated with the stochastic kernel $P(x, A)$ that we computed for the European 'extended' sample. The right panel of the figure shows how corresponding conditional expected period's $t+1$ mean-inflation deviations behave relative to period's t mean-inflation deviations.

The determinants of inflation dispersion

There has been much discussion about the underlying reasons for the observed heterogeneity of inflation rates. It turns out that there is no single factor that explains the observed dispersion, rather, a combination of different factors with both temporary and more persistent effects seems to be responsible.⁸

⁸ See ECB (2003).

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

First of all nominal convergence and real catching up during the three stages of EMU matters. Increased goods market integration and greater price transparency brought upon by the Internal Market Programme and ultimately by the introduction of the Euro have led to convergence of price levels for tradable goods. These in turn implied corresponding differences in price changes. For an explanation of inflation dispersion for non-tradables, the Balassa-Samuelson effect is often called upon. However, empirical studies show that it can only account for a small share of the observed inflation differentials.⁹

Regional supply and demand shocks are factors that can always give rise to new differences in inflation. Since labour markets are not yet closely interlinked, the price mechanism plays a major part in balancing supply and demand. Hence, short-term inflation differentials can be interpreted as a natural reflection of the necessary adjustment mechanisms taking place. Inflation differentials following asymmetric shocks are intensified by inflation persistence, as Michael Ehrmann showed today.¹⁰

Besides region-specific shocks, euro area wide shocks can also be responsible for inflation heterogeneity. Different regions are affected differently according to their specialization, their market structure, or the way in which expectations are formed. For instance, the effect of exchange rate shocks vis-à-vis the dollar

⁹ See Sachverständigenrat (2001) and ECB (2003).

¹⁰ See Angeloni and Ehrmann (2004).

¹¹ See Angeloni and Ehrmann (2004).

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

differs among countries depending on their share of imported goods in private consumption.

Implications of inflation dispersion

After a look on the degree and the potential causes of inflation dispersion, let me now comment on its implications.

With nominal interest rates having largely converged, different inflation rates appear to imply different real interest rates. High-inflation countries have lower real interest rates than low-inflation countries. For the former, this tends to have a stimulating effect on consumption and investment and to lower real interest expenses on public debt. For low inflation countries, the opposite holds true. *Ceteris paribus*, both effects would tend to increase the inflation dispersion even further.

In the case of Germany, there has been an intensive discussion on whether the resulting higher real interest rate can be held (at least partly) responsible for Germany's weak economic performance of the recent years. However, I have at least three objections to this argument.

First of all, real interest rates in Germany are still low from a historical perspective. Therefore, I do not think that they form an obstacle to a stronger economic activity. Second, it has to be noted that the relevant real interest rate is an *ex ante* concept. It is based on expected rather than on actual inflation.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

Given that inflation expectations do not change in step with actual inflation, real interest rate differentials can be expected to be somewhat lower than inflation differentials. And third, especially within a monetary union, there is an important re-equilibrating effect: countries with low inflation rates gain price competitiveness within the currency area and this tends to increase aggregate demand in those countries.

Estimations with the macroeconometric model of the Bundesbank suggest that for Germany the net effect of the relatively low rate of inflation on aggregate activity cannot be deemed restrictive. With increasing time horizon, indeed, the net effect should be expected to be positive, as the recent export performance of the German economy seems to confirm.

As stated before, there are countries in the euro area that are characterized by continuing above-average inflation. These countries have to carry the cost associated with it, for instance, shoe-leather costs, tax distortions and menu costs. Moreover, their export industry is expected to lose competitiveness.

Inflation dispersion and the role of policy

With view on inflation dispersion, for a central banker, the natural question of the role of monetary policy arises. Monetary policy in the euro area is necessarily uniform; therefore it cannot exert a direct influence on inflation differentials.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

In a way, one may even conclude that it *should* not try to bring down inflation dispersion beyond a certain level. "Breathing" of relative prices is an essential element of the equilibrating and adjustment mechanism and in that sense a crucial feature of the functioning of market economies. As such, a certain level of heterogeneity in inflation rates can be interpreted as a reflection that necessary price adjustment processes are taking place.

Moreover, the Eurosystem has already taken account of inflation heterogeneity explicitly by spelling out its stability policy objective in terms of a medium-term euro-area inflation rate of "just under 2 percent". Given the current dispersion of inflation rates, in my opinion, the safety margin implied in this definition is sufficient to protect all member countries against deflation. However, the Eurosystem has to continue to analyse national developments in inflation rates and check if they are compatible with the prevailing price norm.

If persistent deviations of a national inflation rate can be traced back to inappropriate domestic policies or other unwarranted domestic developments, such as inadequate wage policies or structural deficiencies, national policy is asked to react, taking area-wide monetary policy as given for their decisions.

The effect of structural reforms on inflation differentials can be expected to be ambivalent. Due to the different speeds at which structural reforms are being implemented in the various countries, a temporary increase in inflation dispersion may be induced. For example, the deregulation of the telecommunications industry in some countries has led to a pronounced

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

decrease in prices for quite a long time. In the long run, however, retrenching rigidities on product and labour markets is expected to increase an economy's capacity to adjust efficiently to shocks and thus to reduce the probability of enduring inflation differentials.

IV Conclusions

I think my quick tour through the topics of inflation persistence and inflation dispersion has shown that there are still many open questions left. We still do not know enough about the factors that determine inflation persistence in the euro area; we cannot even be sure about the prevailing degree of inflation persistence. I am therefore very much looking forward to the presentation of the results of the IPN in 2005.

Almost the same applies to the issue of inflation dispersion. We do not know yet in how far observed inflation differentials are reflecting price adjustments between regions and countries within the euro area, which are necessary and desirable, and to what extent they should be viewed as being harmful.

Nevertheless, I think that two important conclusions can be drawn. On the one hand, a high degree of inflation persistence and a high dispersion in national inflation rates within the euro area tend to complicate the monetary policy of the Eurosystem. On the other hand – and this is the second conclusion – a

¹² See ECB (2003).

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

stability-oriented monetary policy can contribute to alleviating at least some of the problems.

As regards inflation persistence, the credibility of monetary policy plays an important role. Since a credible monetary policy oriented to price stability is capable of stabilising inflation expectations, positive shocks to the price level – e.g. an increase in oil prices – may not cause a persistent increase in the rate of inflation because the public – specifically the wage-setting parties – are convinced that the central bank will act to keep inflation low. I can also put it differently: Should monetary policy lose its credibility, then the degree of inflation persistence will surely increase, rendering monetary policy even more difficult. Insofar as inflation differences across euro-area countries are due to differences in inflation persistence, credibility of the area-wide monetary policy also contributes to a reduction of inflation differentials.

However, since monetary policy is oriented towards price stability in the euro area as a whole, it cannot directly affect inflation differentials within the euro area. Therefore, national economic policies such as fiscal, structural and wage setting policies need to be adjusted to counteract persistent and potentially damaging inflation differentials.

* * *

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

References

- Angeloni, I, Coenen, G and Smets, F (2003) "Persistence, the Transmission Mechanism and Robust Monetary Policy", *Scottish Journal of Political Economy* 50, pp. 527-549.
- Angeloni, I and Ehrmann, M (2004) "Euro Area Inflation Differentials", ECB Working Paper No 388.
- Angeloni, I, Kashyap, A, Mojon, B (eds.) (2003) "Monetary Policy Transmission in the Euro Area", Cambridge University Press.
- Batini, N (2002) "Euro Area Inflation Persistence", ECB Working Paper, No. 201.
- Benigno, P and Lopez-Salido, J D (2002) "Inflation Persistence and Optimal Monetary Policy in the Euro Area", ECB Working Paper No 178.
- Coenen, G (2003) "Inflation Persistence and Monetary Policy Design", ECB Working Paper No 290.
- ECB (2003) "Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications".
- Levin, A T and Piger, J M (2004) "Is Inflation Persistence Intrinsic in Industrial Economies?", ECB Working Paper No 334.
- O'Reilly, G and Whelan, K (2004) "Has Euro-Area Inflation Persistence Changed Over Time?", ECB Working Paper No 335.
- Perron, P (1990) "Testing for a Unit Root in a Time Series with a Changing mean", *Journal of Business and Economic Statistics* 8, pp. 153–162.
- Robalo Marques (2004) "Inflation Persistence: Facts or Artefacts?", ECB Working Paper No 371.

Embargo: 15 October 2004, 18:30 CET

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2001)

“Inflationsdifferenzen im Euro-Raum”, Auszug aus dem Jahresgutachten 2001/2002,
margin Nos 480 to 497.

Weber, A A and Beck, G W (2003) “Price Stability, Inflation Convergence and Diversity in
EMU: Does One Size Fit All?”, Working Paper, Cologne University.

¹³ See Angeloni, Kashyap and Mojon (2003).

¹⁴ See Batini (2002).

¹⁵ See Robalo Marques (2004).

¹⁶ ECB Monthly Bulletin April 2003 and own computations.

¹⁷ Weber and Beck (2003).

¹⁸ See ECB (2003).

¹⁹ See ECB (2003).



Professor Dr. Hermann Remsperger

Mitglied des Vorstands
der Deutschen Bundesbank

Die Europäische Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft

Institut für Sozial- und Wirtschaftspolitische Ausbildung
Seminar 2004
Berlin
Montag, 18. Oktober 2004

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 26ANZSEITENANZSEITENFORMATVERBINDEN

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich möchte heute zu Ihnen zum Thema „Die Europäische Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft“ sprechen. Im Mittelpunkt meiner Überlegungen wird dabei die Preisstabilität stehen. Stabile Preise sind nicht nur eine notwendige Voraussetzung für eine funktionierende Wirtschaft, sondern sie bilden auch – konfliktentschärfend und sozialpolitisch ausgleichend – ein wichtiges Element der politischen Stabilität.*

Zur gesamtwirtschaftlichen Bedeutung von Preisstabilität

Es ist unbestritten, dass Inflation Kosten verursacht. Besonders offenkundig treten solche Kosten dann in Erscheinung, wenn die Inflationsraten sehr hoch sind und im Zeitablauf stark schwanken. So standen während der Hyperinflation in Deutschland in den zwanziger Jahren des letzten Jahrhunderts die Menschen vor den Läden Schlange, um mit ihrem gerade ausgezahlten Lohn möglichst schnell die lebensnotwendigen Güter zu erwerben. Oder anders ausgedrückt: Damals wurde viel Energie darauf verwandt, die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu steigern, um den mit der Geldhaltung verbundenen Geldwertverlust zu begrenzen.

Aber auch bei geringeren Inflationsraten treten Kosten auf, die vermieden werden sollten. Beispielsweise sind mit anhaltenden Preissteigerungen Kosten für die Änderungen bei der Preisauszeichnung verbunden. Die so genannten

* Ich danke Dr. Christoph Fischer und Dr. Julian Reischle für ihre wertvolle Unterstützung.

„menu costs“ umfassen letztlich alle Kosten, die mit der Anpassung nominal fixierter Größen in einem Inflationsprozess verbunden sind – und damit also auch die Kosten, die mit der Festlegung und der Bekanntgabe von geänderten Höchstgrenzen oder Freibeträgen im Steuerrecht verbunden sind. Werden diese Grenzen oder Freibeträge nicht angepasst, führt die Inflation bei progressiven Steuertarifen zu einer Zunahme der realen Steuerbelastung der Steuerpflichtigen. Damit ist zum einen eine Umverteilung zwischen dem privaten Sektor und dem Staat verbunden, zum anderen geht eine steigende Steuerbelastung auch mit Effizienzverlusten und gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtseinbußen einher.

Darüber hinaus führen allgemeine Preissteigerungen auch zu einer Beeinträchtigung der Signalfunktion der Preise. In der Marktwirtschaft kommt den einzelnen Preisen eine besondere Rolle als Knappheitsindikator zu. In einem inflationsfreien Umfeld signalisiert ein Preisanstieg sowohl Verbrauchern als auch Produzenten, dass das Gut knapper geworden ist. Mancher Verbraucher wird deshalb ein anderes, günstigeres Gut nachfragen, mancher Unternehmer die Produktion des Gutes ausweiten. Treten nun allerdings Preissteigerungen auf breiter Front auf, fällt es Nachfragern und Anbieter schwer zu erkennen, ob sich die Knappheit des von ihnen nachgefragten oder hergestellten Gutes tatsächlich verändert hat.

Dieses Problem tritt besonders dann auf, wenn Inflationsraten im Zeitablauf sehr variabel sind. In einem solchen Umfeld wird auch die Erwartungsbildung der Wirtschaftsakteure erschwert. Sowohl bei den Tarifabschlüssen als auch an den Kapitalmärkten können Erwartungsfehler auftreten. Da diese Gefahr

den Kapitalmarktteilnehmern bekannt ist, enthalten die Kapitalmarktzinsen auch eine Inflationsrisikoprämie, die umso höher ausfällt, je größer die Schwankungsbreite der Inflationsraten ist. Im Ergebnis birgt Inflation also schließlich auch die Gefahr eines suboptimalen Arbeits- und Kapitaleinsatzes.

Die negativen Konsequenzen inflationärer Prozesse sprechen somit für eine vorrangig am Ziel der Geldwertstabilität ausgerichteten Geldpolitik. Eine stabilitätsorientierte Notenbank verzichtet dann auch auf problematische konjunkturstimulierende Maßnahmen – wohl wissend, dass eine solche kurzfristige Stimulierung am Ende nur zu höheren Inflationsraten führen würde, ohne die Wirtschaftsentwicklung dauerhaft zu fördern. Überdies würde der anschließend notwendige Disinflationsprozess teuer, weil die Inflationserwartungen mit einer entsprechenden Zinspolitik nachhaltig gedämpft werden müssten.

Preisstabilität als Ziel der Geldpolitik des Eurosystems

In der festen Überzeugung, dass Preisstabilität in längerfristiger Perspektive die beste Voraussetzung für eine spannungsfreie Wirtschaftsentwicklung bei anhaltendem und ausgewogenem Wirtschaftswachstum bildet, haben die europäischen Staaten mit dem Vertrag von Maastricht die gemeinsame Geldpolitik von Anfang an auf das Ziel der Preisstabilität verpflichtet. In Artikel 105 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft heißt es: „Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist, unterstützt

das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen.“ Preisstabilität ist damit zur tragenden Säule der Europäischen Währungsverfassung geworden.

Eine solche Zielsetzung stellt eine klare Absage an Inflation und Deflation im Euro-Währungsgebiet dar. Sie umfasst ein Stabilitätsversprechen an die Bevölkerung im Euro-Raum. Vor diesem Hintergrund ist es zu begrüßen, dass die Preisstabilität als Ziel der Europäischen Union in den Entwurf für eine Europäische Verfassung aufgenommen wurde. Dies war im ursprünglich vorgelegten Konventsentwurf zunächst nicht vorgesehen. Besonders die Bemühungen der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank haben hier zu einer Anpassung des Textes und damit zu einer gegenüber dem Ziel eines ausgewogenen Wirtschaftswachstums symmetrischen Behandlung geführt.

Der EZB-Rat hatte schon im Oktober 1998 mit der Formulierung „Anstieg von unter zwei Prozent“ sowohl eine Obergrenze als auch implizit eine Untergrenze für den hinnehmbaren Preisanstieg festgelegt. Besondere Bedeutung kommt dabei dem oberen Grenzwert zu. So hat der EZB-Rat bei der Überprüfung der Strategie im Mai 2003 betont, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abziele, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von unter, aber nahe 2 % beizubehalten.

Stabilitätspolitik in der Praxis

Die durchschnittliche Inflationsrate seit Beginn der Währungsunion betrug im Euro-Raum 2 %. Damit lag sie am Rand des Bereichs, den der EZB-Rat als mit Preisstabilität vereinbar ansieht. Bezogen auf ihr Endziel war die Geldpolitik des Eurosystems meines Erachtens im langen Durchschnitt also durchaus erfolgreich, zumal eine Reihe von geldpolitisch nicht kontrollierbaren Schocks auf die Inflationsrate einwirkten.

Dabei sollte man freilich nicht übersehen, dass die Inflationsrate im Zeitraum von 2000 bis 2003 Jahr für Jahr eine 2 vor dem Komma trug. Dies wird auch im laufenden Jahr wieder so sein. Zu Beginn der Währungsunion im Jahr 1999 verteuerte sich die Lebenshaltung dagegen nur um 1,1 %. Dies lag vor allem an außergewöhnlichen inflationsdämpfenden Maßnahmen während des Konvergenzprozesses in der Qualifikationsphase für die gemeinsame europäische Währung. Aber auch in den Nicht-EWU-Ländern verlief die Preisentwicklung günstig, so dass eine monokausale Erklärung für den Euro-Raum sicherlich zu kurz greifen würde.

Zuletzt betrug die Vorjahrsrate des HVPI im Euro-Raum 2,1 % (Stand September). Sie lag damit über dem vom EZB-Rat angestrebten Wert von „unter, aber nahe bei 2 %“. Nun hat der EZB-Rat allerdings stets betont, Preisstabilität nur auf mittlere Sicht gewährleisten zu können. Kurzfristig kann der Preisanstieg dagegen höher oder niedriger ausfallen. Gegenwärtig drücken besonders die

hohen Ölpreise, aber auch die deutlich gestiegenen Zuzahlungen im Gesundheitswesen sowie Anhebungen indirekter Steuern, die Preisentwicklung nach oben.

Für die Einschätzung der kurz- bis mittelfristigen Preisperspektiven stützt sich der EZB-Rat besonders auf seine so genannte „wirtschaftliche Analyse“. Sie basiert auf zentralen realwirtschaftlichen Indikatoren und Finanzmarktvariablen und soll vor allem der Analyse gesamtwirtschaftlicher Schocks dienen, die auch die Preisentwicklung beeinflussen. Als Teil der wirtschaftlichen Analyse erstellt der Stab des Eurosystems auch halbjährlich gesamtwirtschaftliche Projektionen zur Wirtschafts- und Preisentwicklung im Euro-Raum. Sie sollen die Informationen der verschiedenen realwirtschaftlichen und finanziellen Indikatoren zu einem einheitlichen Bild zusammenzuführen.

Die jüngste Aktualisierung der gesamtwirtschaftlichen Projektion durch den EZB-Stab hat ergeben, dass die Verbraucherpreise im kommenden Jahr mit einer Rate zwischen 1,3 % und 2,3 % steigen werden. Es ist also recht wahrscheinlich, dass im nächsten Jahr die Preissteigerungsrate im Mittel wieder unter die Zweiprozentmarke sinken wird.

Allerdings dürfen wir die Risiken für die Preisstabilität nicht übersehen. Diese gehen zum einen vom gegenwärtigen Niveau der Ölpreise aus. Vor allem kommt es darauf an, dass Zweitrundeneffekte bei den Lohnabschlüssen und der Preissetzung der Unternehmen vermieden werden. Die letzten Tarifab-

schlüsse waren allerdings moderat und es liegen derzeit auch keine Hinweise darauf vor, dass von dieser Politik abgewichen wird. Risiken für die Preisstabilität können zum anderen aber auch aus der zukünftigen Entwicklung der indirekten Steuern und den administrierten Preisen entstehen. Der EZB-Rat muss deshalb die zukünftige Preisentwicklung sehr aufmerksam analysieren, um einem Anstieg der mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen rechtzeitig begegnen zu können.

Dabei kommt den monetären Indikatoren eine herausgehobene Rolle bei der Abschätzung der Preisperspektiven zu. Das Geldmengenwachstum hat besonders für die längerfristige Entwicklung der Inflationsrate Informationskraft, wie Manfred J. M. Neumann und Claus Greiber in einem demnächst erscheinenden Bundesbank-Diskussionspapier erneut zeigen werden. Wenn die langfristige Geldnachfrage stabil ist, führt eine übermäßige Ausweitung der Geldmenge zu einem beschleunigten Preisauftrieb. Unter der Bedingung einer stabilen langfristigen Geldnachfrage signalisieren erhebliche und anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums von seinem Referenzwert also normalerweise Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht.

Wegen starker Aktienkursrückgänge sowie einer ausgeprägten Unsicherheit infolge von Terroranschlägen, Kriegshandlungen, aber auch aufgrund konjunktureller Risiken lag die M3-Wachstumsrate seit dem Frühjahr 2001 zum Teil deutlich über dem Referenzwert. Erst in den Frühjahrsmonaten 2004 schwächte sich das Geldmengenwachstum erkennbar ab.

Um die potenziellen Inflationsgefahren herausarbeiten zu können, die möglicherweise mit einer solchen lang anhaltenden Überschreitungen des Referenzwerts verbunden sind, ergänzt die EZB ihre Referenzwertbetrachtung seit dem Frühjahr 2001 um ein Maß für die Überschussliquidität. Anders als der Referenzwert stellt das Konzept der „realen Geldlücke“ nicht auf die Wachstumsrate von M3, sondern auf den realen M3-Bestand ab. Sie gibt die prozentuale Abweichung der gegenwärtigen realen Geldmenge von einem gleichgewichtigen realen Geldbestand an. Das ist der Bestand, der sich bei einem Geldmengenwachstum entsprechend Referenzwert und einer Preisentwicklung entsprechend der Stabilitätsnorm – also einem Anstieg von nahe 2 % – ergeben hätte. Dem starken Geldmengenwachstum insbesondere in den Jahren 2001 bis 2003 entsprach auch ein merklicher Anstieg der realen Geldlücke.

Aus dieser Überschussliquidität allerdings allein unmittelbare Inflationsgefahren abzuleiten, wäre voreilig. Die monetäre Analyse umfasst neben der reinen Geldmengenbetrachtung nämlich auch noch die Analyse der Komponenten und Gegenposten von M3. Diese zeigt, dass die in den letzten drei Jahren gebildete Überschussliquidität vor allem Folge unsicherheitsbedingter Portfolioumschichtungen war. So nahmen unter den Komponenten vor allem die liquiden Tagesgelder stark zu. Bei den Gegenposten flossen besonders im Wertpapierverkehr mit dem Ausland umfangreiche Mittel zu. In den Jahren 2001 und 2002 war zudem die Geldkapitalbildung recht zurückhaltend gewesen, was für sich betrachtet ebenfalls den Geldmengenanstieg förderte. Dagegen expandierten die Kredite an den privaten Sektor eher verhalten.

Hinzu kommt schließlich, dass jene Geldnachfrageschätzungen, die die Unsicherheit an den Finanzmärkten explizit berücksichtigen, den starken Geldmengenanstieg der letzten drei Jahre recht gut erklären können. Deshalb spricht einiges dafür, dass die für Güterkäufe vorgehaltenen Geldbestände nicht merklich ausgeweitet worden sind. So gesehen drohen von der monetären Seite keine unmittelbaren Inflationsgefahren. Und das heißt zugleich, dass die beiden Säulen der geldpolitischen Strategie derzeit ein einheitliches Bild für die Preisperspektiven liefern.

Allerdings behalten wir im Blick, dass die innerwirtschaftlichen Antriebskräfte für die Geldmengenexpansion mittlerweile wieder erkennbar an Bedeutung gewonnen haben, was neben dem stärkeren Wirtschaftswachstum im Euro-Raum vor allem auf die sehr niedrigen Notenbankzinsen zurückzuführen ist. Wenn die bereits angehäuften Geldbestände auch bei einer Verringerung der Unsicherheit auf den Finanzmärkten weiter gehalten werden, wächst die Wahrscheinlichkeit, dass die hohen Liquiditätsbestände vielleicht doch für Güterkäufe eingesetzt werden. Der EZB-Rat muss also die Geldmengenentwicklung nach wie vor äußerst aufmerksam beobachten, um möglicherweise aufkommenden Inflationsgefahren rechtzeitig begegnen zu können.

Inflationsdifferenzen im Euro-Raum

Insgesamt reicht die Spannweite der Inflationsraten in den EWU-Ländern derzeit von 0,2 % in Finnland bis 3,2 % in Spanien. Während 5 Länder eine

Inflationsrate unter 2 % aufweisen, schlagen bei 7 Mitgliedstaaten Preissteigerungsraten von über 2 % zu Buche. In den letzten vier Jahren lag die jahresdurchschnittlich Inflationsraten bei sieben der zwölf Mitgliedstaaten über 2 %. In diesem Zeitraum betrug die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt nur in Deutschland durchgängig weniger als 2 %.

Die Gründe für die unterschiedliche Preisentwicklung im Euro-Raum sind vielfältig. Einer der Gründe ist die unterschiedliche wirtschaftliche Situation der Mitgliedstaaten. Der durch den Beitritt zur Währungsunion geförderte realwirtschaftliche Konvergenzprozess, der die aufholenden Volkswirtschaften an den Wohlstand in den ökonomisch weiter entwickelten Teilnehmerländern heranführt, bringt für die Aufholländer höhere reale Wachstumsraten, aber auch tendenziell höhere Preissteigerungsraten mit sich.

Es kam hinzu, dass mit der Teilnahme an der Währungsunion und dem damit verbundenen Wegfall von Wechselkursänderungen auch die Risikoprämien in den nationalen Zinsen weitgehend verschwanden. Für die Länder mit höheren Inflationsraten führte die nominale Zinskonvergenz zu deutlich sinkenden Realzinsen. Länder wie z. B. Spanien, Portugal oder Irland erlebten deshalb in den ersten Jahren der Währungsunion einen anhaltenden ausgeprägten Wirtschaftsaufschwung, der von relativ hohen Inflationsraten begleitet wurde. Dabei nahmen nicht nur die Güterpreise, sondern meist auch die Vermögenspreise stark zu.

Auch länderspezifische Einflüsse haben sicherlich zu den divergierenden Inflationsraten im Euro-Raum beigetragen. Neben staatlichen Preiserhöhungen wie einer Anhebung der Tabaksteuern oder der Erhöhung der Gesundheitskosten spielen hier auch regionale Angebots- und Nachfrageschocks eine Rolle. Bei einer geringen Arbeitskräftemobilität, wie sie der Euro-Raum angesichts sprachlicher und kultureller Unterschiede sowie unterschiedlicher Sozialversicherungssysteme immer noch aufweist, obliegt es gerade den Preisen, Angebot und Nachfrage wieder in Übereinstimmung zu bringen. Vorübergehende Inflationsdivergenzen führen somit tendenziell zu einer Stabilisierung von Produktion und Beschäftigung.

Bei alldem hat es in der EWU auch Preisschocks gegeben, die zwar alle Mitgliedstaaten trafen, sich teilweise aber unterschiedlich auf die nationalen Preissteigerungen auswirkten. Hier ist zum einen an die Energiepreise, insbesondere den Ölpreis, zu denken. Je nach Produktionsstruktur und Energiebedarf der privaten Haushalte fiel der Effekt auf die Verbraucherpreise in den einzelnen Teilnehmerländern unterschiedlich stark aus.

Ebenfalls differenziert zu betrachten sind die Preiseffekte der Euro-Abwertung in der Zeit von 1999 bis 2000. Je nach Größe des Anteils der Konsumgüterimporte aus dem Nicht-Euro-Währungsgebiet fiel der unmittelbare Einfluss der Wechselkursentwicklung auf die nationale Verbraucherpreisentwicklung unterschiedlich stark in Gewicht.

Gleiches gilt für die Tierkrankheiten wie die Maul- und Klauenseuche und BSE. Entsprechend der Konsumgewohnheiten in den Mitgliedsländern dürfte deren Effekt auf die nationale Preisentwicklung ebenfalls verschieden ausgefallen sein. Auch der Preiseffekt der Euro-Bargeldeinführung dürfte unterschiedlich ausgeprägt gewesen sein. In Deutschland hielt er sich insgesamt in engen Grenzen, in Teilbereichen stiegen die Preise jedoch kräftig.

Ein weiterer wichtiger Grund für die Inflationsunterschiede im Euro-Raum dürfte auch in den nationalen Besonderheiten bei der Bildung der Inflationserwartung liegen. In einigen Ländern orientieren sich die Erwartungen recht stark an den vergangenen Inflationsraten, während dieser Faktor in Deutschland eine geringere Rolle spielt. Entsprechend führen Preisschocks in einigen EWU-Ländern tendenziell zu einem längeren Verharren einer einmal bestehenden Inflationsrate.

Aufgrund der vielfältigen Ursachen für Inflationsdifferenzen in einem gemeinsamen Währungsraum ist wohl kaum mit einem vollständigen Abbau zu rechnen. Zwar werden die konvergenzbedingten Unterschiede wohl tendenziell an Bedeutung verlieren, doch werden andere Ursachen bestehen bleiben.

Was bedeuten diese Inflationsdifferenzen nun für die einheitliche Geldpolitik? Manche behaupten, sie trage selbst zur Verstärkung der Inflationsdifferenzen bei. Ein einheitlicher Zinssatz impliziere bei unterschiedlichen Inflationsraten auch unterschiedlich hohe Realzinsen. Länder mit höheren Inflationsraten

hätten damit niedrigere Realzinsen, so dass sie zusätzlich stimuliert würden. Länder mit niedrigeren Inflationsraten hätten hingegen höhere Realzinsen und würden eher gebremst.

Gegen diese Sicht ist zunächst einmal einzuwenden, dass die ökonomisch wichtigeren längerfristigen Realzinsen entscheidend von den Inflationserwartungen und nicht von der tatsächlichen Inflationsrate abhängen. Dabei entwickeln sich die Inflationserwartungen keineswegs stets eins-zu-eins mit der laufenden Inflationsrate. Im Gegenteil, bei einer glaubwürdigen Geldpolitik werden sie trotz inflationärer Schocks eng bei der geldpolitisch intendierten Rate liegen. Tatsächlich sind im Euro-Raum die nationalen Unterschiede bei den langfristigen Inflationserwartungen geringer als die bei den laufenden Inflationsraten.

Darüber hinaus steht bei nachfrageseitiger Betrachtung dem Realzinseffekt ein stabilisierender Außenhandelseffekt gegenüber: Länder mit einer vergleichsweise geringeren Preissteigerungsrate gewinnen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, während Länder mit einer hohen Inflationsrate an internationaler Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Dies gilt nicht nur im Verhältnis der EWU-Länder untereinander, sondern auch im Verhältnis zu Länder außerhalb des Euro-Raums.

Empirische Ergebnisse für Deutschland deuten darauf hin, dass hier zu Lande der stabilisierende Außenhandelseffekt den dämpfenden Realzinseffekt über-

wiegt. Der im EWU-Vergleich hohe Grad an Preisstabilität bzw. die im Vergleich zu anderen Ländern höheren Realzinsen führen also nicht zu einer Schwächung der deutschen Wirtschaft. Auch für das gesamte Euro-Währungsgebiet kommen Angeloni und Ehrmann (Angeloni, I. und M. Ehrmann, Euro area inflation differentials, ECB Working Paper No. 388, September 2004) zu dem Schluss, dass eine auf Preisstabilität im Euro-Raum zielende Geldpolitik mit niedrigen Inflationsdifferenzen einhergeht, was auf eine Dominanz des stabilisierenden Außenhandelseffekts schließen lässt.

Das Phänomen, dass auch bei einer stabilitätsorientierten Geldpolitik Inflationsdifferenzen weiter existieren werden, berücksichtigt der EZB-Rat insoweit, als er innerhalb des von ihm definierten Stabilitätsbereichs Inflationsraten für den Euro-Raum von unter, aber nahe 2 % anstrebt. Damit soll gewährleistet werden, dass Länder mit niedrigen Inflationsraten nicht durch die stabilitätsorientierte einheitliche Geldpolitik in deflationäre Tendenzen gedrückt werden.

Darüber hinaus obliegt es den Trägern der nationalen Wirtschaftspolitiken, die Idee der Stabilitätsgemeinschaft mit Leben zu füllen. Letztlich sind moderate Lohnabschlüsse, eine solide Haushaltspolitik und eine wirkungsvolle Wettbewerbspolitik notwendig, damit die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems auch zu Preisstabilität in jedem einzelnen EWU-Land führt. Meines Erachtens sind in zahlreichen Ländern noch erhebliche zusätzliche Anstrengungen notwendig, damit das Stabilitätsversprechen des EG-Vertrags tatsächlich für alle Bürger eingelöst wird. Preisstabilität als Ziel der Europäischen Union verpflicht-

tet schließlich nicht nur die EZB und die nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets, sondern auch die übrigen Träger der Wirtschaftspolitik in den Mitgliedstaaten.

Fiskalpolitische Flankierung der Preisstabilität

Eine Flankierung der Geldpolitik durch die anderen Wirtschaftspolitiken wird aber nicht nur notwendig, um nationale Unterschiede in den Inflationsraten zu verringern. Vielmehr hat es eine stabilitätsorientierte Geldpolitik für den gesamten Euro-Raum auch leichter, wenn sie Unterstützung durch andere wirtschaftspolitische Bereiche wie die Lohnpolitik und die Fiskalpolitik erfährt. Ohne eine solche Unterstützung wird die Gewährleistung von Preisstabilität zwar nicht unmöglich, sie ist aber mit sehr hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden.

Um Konflikte zwischen der Geld- und Fiskalpolitik zu vermeiden und darüber hinaus solide öffentliche Finanzen in der Gemeinschaft zu gewährleisten, wurden im EG-Vertrag und dem ihn ergänzenden Stabilitäts- und Wachstums- pakt klare Regeln für die nationalen Fiskalpolitiken festgelegt. Die Mitglied- staaten sind verpflichtet, übermäßige öffentliche Defizite zu vermeiden.

Insbesondere darf die Grenze von 3 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) für das gesamtstaatliche Defizit nur im Fall einer scharfen wirtschaftlichen Rezession oder einem anderen außergewöhnlichen Ereignis überschritten werden,

welches die Finanzlage der öffentlichen Haushalte erheblich beeinträchtigt. Darüber hinaus sollen sie in konjunkturellen Normallagen einen zumindest annähernd ausgeglichenen öffentlichen Haushalt vorweisen.

Die staatliche Schuldenquote der Mitgliedstaaten darf nur dann über der Grenze von 60 % des BIP liegen, wenn sie hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert.

Nun gibt es allerdings Experten, die die Notwendigkeit fiskalpolitischer Regeln bezweifeln. Und auch unter denen, die diese Zweifel nicht teilen, gibt es viele, denen die Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu starr sind. Immerhin besteht aber meist Einigkeit darüber, dass von dauerhaft stabilen öffentlichen Finanzen positive Wirkungen auf eine Volkswirtschaft ausgehen. Ähnlich wie im Fall der Preisstabilität werden in einem Umfeld stabiler öffentlicher Finanzen nämlich solche Kosten vermieden, die durch eine übermäßige Verschuldung der öffentlichen Haushalte entstünden.

Trotz dieser Einsichten ist jedoch festzustellen, dass Regierungen weltweit Staatsausgaben oder Steuererleichterungen mit Krediten finanzieren. Dabei kann die Bereitschaft zur Kreditfinanzierung in Ländern, die Mitglied in einer Währungsunion sind, sogar noch zunehmen. Als Teil eines einheitlichen Währungsraums muss die Regierung des sich verschuldenden Landes weniger als zuvor befürchten, dass sie von den Kapitalmärkten für ihre defizitäre Haushaltspolitik mittels steigender Risikoprämien bestraft wird. Schließlich wären

mit Unregelmäßigkeiten in den Zins- und Tilgungszahlungen eines einzelnen Mitgliedslandes auch gravierende Auswirkungen auf alle übrigen Teilnehmerstaaten verbunden. Trotz der „no bail out“-Klausel im EG-Vertrag würden Marktteilnehmer dann vielleicht doch auf fiskalische Transfers durch die anderen Länder oder sogar auf eine großzügige Geldpolitik setzen.

Die Regelungen des EG-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts beugen all diesen Gefahren vor, indem sie die öffentliche Neuverschuldung beschränken. Sie sind einfach und transparent. Die Regeln sind zudem hinreichend flexibel, um Defizite zuzulassen, wie sie in wirtschaftlichen Abschwungphasen durch das Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren entstehen können. Dies setzt allerdings voraus, dass in wirtschaftlichen Normallagen tatsächlich ausgeglichene Haushalte bestehen. Bei schweren Rezessionen ist ein Überschreiten der 3%-Grenze ohnehin ausdrücklich erlaubt. Der häufig geäußerte Vorwurf, die Regelungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts würden eine prozyklische Fiskalpolitik begünstigen, kann deshalb nicht überzeugen. Weisen die Teilnehmerstaaten jedoch auch in wirtschaftlichen Normallagen Defizite aus, kann die Defizitgrenze möglicherweise bereits in einer milden konjunkturellen Abschwungphase oder in einer längeren Stagnationsphase zu einer Restriktion für die öffentlichen Haushalte werden.

Die Regelungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts greifen natürlich nur dann, wenn ihre strikte Einhaltung in der Praxis gewährleistet ist. Insbesondere

muss die statistische Basis die Beurteilung der öffentlichen Haushalte verlässlich sein. Aber auch die Tatsache, dass für Deutschland und Frankreich nicht die nächste Stufe im Verfahren bei übermäßigen Defiziten eingeleitet wurde, hat ein falsches Signal gesendet. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt hat offenkundig ein Umsetzungs- oder Durchsetzungsproblem und kein Ausgestaltungsproblem.

Einige der von der EU-Kommission Anfang September vorgelegten Vorschläge für eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts zielen deshalb aus meiner Sicht in die falsche Richtung. Sie würden zu einer Schwächung des Pakts führen und damit das Umsetzungsproblem noch verstärken: Ein Teil der vorgeschlagenen Änderungen würden das Regelwerk komplizierter und unübersichtlich machen. Durch andere würde der Ermessensspielraum steigen und der Regelbindungscharakter des Pakts beeinträchtigt.

Um die Durchschlagskraft des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu erhalten, muss gewährleistet bleiben, dass ein Überschreiten der Defizitgrenze unverändert nur bei den im Stabilitäts- und Wachstumspakt genannten Ausnahmefällen erlaubt ist. Wer hier Hand anlegt, greift nicht nur in das bestehende Regelwerk ein. Er würde auch die Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts beschädigen. Auch eine Ausweitung des Zeitraums, der den Ländern für die Rückführung übermäßiger Defizite zur Verfügung gestellt wird, wäre kontraproduktiv, denn sie mindert den Handlungsdruck der Finanzpolitik, Konsolidierungsmaßnahmen durchzuführen.

Geldpolitische Herausforderungen durch die EWU-Erweiterung

Am 1. Mai dieses Jahres sind acht mittel- und osteuropäische Volkswirtschaften sowie Malta und Zypern der Europäischen Union beigetreten. Die neuen Mitgliedstaaten in der EU werden – soweit sie die dafür notwendigen Voraussetzungen erfüllen – der Währungsunion beitreten; sie haben keine opting-out-Möglichkeit, und sie streben alle die Vollmitgliedschaft an.

Von ihnen wird daher auch erwartet, dass sie früher oder später am Wechselkursmechanismus II teilnehmen. Für die teilnehmenden Länder wird der Kurs ihrer Währung gegenüber dem Euro mit einer Standard-Schwankungsbreite von ±15 % fixiert. Drei der neuen Mitgliedstaaten in der EU, nämlich Estland, Litauen und Slowenien, sind dem Wechselkursmechanismus II am 27. Juni dieses Jahres bereits beigetreten. Estland und Litauen wurde nach einer sorgfältigen Einzelfallprüfung zugestanden, ihr bis dahin geltendes Currency Board Regime zum Euro auch nach der Aufnahme in den Wechselkursmechanismus II beizubehalten, ohne dass sich aber hieraus weitere Verpflichtungen für die Europäische Zentralbank ergeben würden.

Eine mindestens zweijährige Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus II ohne ernsthafte Spannungen stellt eines der Konvergenzkriterien für die spätere Teilnahme an der Währungsunion dar. So werden die ersten dieser Staaten voraussichtlich frühestens im Jahre 2007 der Währungsunion beitreten und damit auch den Euro einführen können.

Doch stellt sich hier und heute schon die Frage, ob die bereits vollzogene Erweiterung der EU oder die zu erwartende Erweiterung der EWU Risiken für die erreichte Preisstabilität in der Währungsunion mit sich bringt. Für die Phase, in der einige der Länder zwar schon dem Wechselkursmechanismus II beigetreten sind, noch nicht aber der Währungsunion, lässt sich diese Frage recht eindeutig verneinen. Die EZB ist zwar im Prinzip zu automatischen Interventionen in unbegrenzter Höhe verpflichtet, wenn der Wechselkurs einer der Mitgliedswährungen im Mechanismus seinen Interventionspunkt erreicht, doch kommen solche Interventionen vertragsgemäß nur dann zur Anwendung, wenn das vorrangige Ziel der Preisstabilität im Euro-Raum dadurch nicht verletzt wird.

Viel kontroverser als die Auswirkungen einer Mitgliedschaft der Beitrittsländer im Wechselkursmechanismus II auf die Stabilität in der EWU werden derzeit die Auswirkungen auf die Stabilität in den Beitrittsländern diskutiert. Insbesondere wird gelegentlich die mindestens zweijährige Verweildauer im Wechselkursmechanismus II mit dem Argument kritisiert, sie sei mit dem Risiko spekulativer Attacken auf die teilnehmenden Währungen verbunden. Ein solches Risiko entstünde meines Erachtens jedoch nur dann, wenn eine mit der entsprechenden Wechselkursanbindung inkonsistente Wirtschaftspolitik verfolgt wird. Deshalb empfiehlt es sich auch für die neuen Mitgliedstaaten in der EU, den Beitrittszeitpunkt zum Wechselkursmechanismus II von der jeweiligen makroökonomischen Situation sowie insbesondere auch von den Fortschritten im Konvergenzprozess ihrer Volkswirtschaften abhängig zu machen.

Darüber hinaus ist den Kritikern der bestehenden Regelungen entgegenzuhalten, dass die Vorschläge noch strikterer Fixierungen – wie z. B. die unmittelbare Einführung des Euro – mit dem Nachteil verbunden sind, dass damit die durch den fortschreitenden Konvergenzprozess eventuell notwendig werdenen Anpassungen nicht oder kaum mehr möglich wären. Bei alldem soll auch noch einmal daran erinnert werden, dass – wie es das Beispiel Estlands und Litauens zeigt – am Wechselkursmechanismus II teilnehmende Länder in gut begründeten Fällen als unilaterale Verpflichtung auch striktere Wechselkursregelungen verfolgen können.

Zur Frage, ob die Geldwertstabilität in der EWU gefährdet sein könnte, wenn die neuen EU-Mitgliedstaaten schließlich auch den Euro einführen werden, ist zunächst zu sagen, dass diese Länder bereits als Voraussetzung für die EU-Mitgliedschaft wichtige institutionelle Grundlagen zur Sicherung der Geldwertstabilität schaffen mussten. So verlangt der EU-Vertrag unter anderem, dass sich die nationalen Notenbanken dem Ziel der Preisstabilität verpflichten und ihre Unabhängigkeit sichergestellt ist.

Darüber hinaus müssen vor einer Aufnahme in die EWU die im Vertrag von Maastricht festgelegten Konvergenzkriterien erfüllt werden, wie es auch schon für die jetzigen EWU-Mitglieder galt. Schon beim Beitritt zum Wechselkursmechanismus II verpflichten sich die neuen Teilnehmerstaaten in sehr konkreter Form, eventuell festgestellten Konvergenzdefiziten entgegenzuwirken. Vielen der neuen EU-Mitgliedstaaten bereitet vor allem das Kriterium Proble-

me, die staatliche Neuverschuldung unter 3 % des Bruttoinlandsprodukts zu halten. Eine fiskalpolitische Konsolidierung ist somit zumindest in einigen dieser Länder dringend geboten. Auch vor diesem Hintergrund ist die aktuelle Diskussion über Änderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts ein vollkommen falsches Signal an die neuen EU-Mitglieder.

Trotz der Maßnahmen, die darauf zielen, in den neuen EU-Mitgliedstaaten schon vor ihrer Aufnahme in die EWU nachhaltig Geldwertstabilität zu gewährleisten, ist zu beachten, dass ein wirtschaftlicher Aufholprozess, wie er insbesondere für die neuen EU-Mitglieder aus dem mittel- und osteuropäischen Raum kennzeichnend ist, in der Regel mit Aufwertungstendenzen des realen Wechselkurses einhergeht. Dies liegt unter anderem an den oft hohen Kapitalzuflüssen in diese Länder sowie am so genannten Balassa-Samuelson-Effekt. In einer Währungsunion, in der notwendige Anpassungen nicht mehr über den nominalen Wechselkurs erfolgen können, schlägt sich dies in entsprechenden Preissteigerungen nieder.

Muss man also trotz der Maßnahmen zur Sicherung der Geldwertstabilität mit einer Steigerung der aggregierten Inflationsrate im Euro-Raum rechnen, wenn die neuen EU-Mitglieder später auch der EWU beitreten? Wohl kaum; denn abgesehen von den Konvergenzerfordernissen, zu denen ja auch niedrige Inflationsraten zählen, ist das ökonomische Gewicht der neuen EU-Mitglieder vergleichsweise gering, so dass die aggregierte Inflationsrate des Euro-Raums von ihnen kaum entscheidend beeinflusst werden kann. Es kommt hinzu, dass

die meisten der in diesem Jahr der EU beigetretenen Staaten gerade auf dem Gebiet der Inflationsbekämpfung schon erhebliche Konvergenzfortschritte vorweisen können. In den Jahren 2002 und 2003 lag die gewichtete aggregierte Inflationsrate der neuen EU-Mitgliedstaaten mit 2,6 % und 1,9 % dicht bei den EWU-Raten von 2,3 % und 2,1 %. Allerdings ist die durchschnittliche Inflationsrate in den neuen Mitgliedstaaten im Mittel der Monate Januar bis August 2004 dann wieder auf 3,9 % gestiegen. Sie hat sich damit um 1,8 Prozentpunkte vom Wert für den Euro-Raum entfernt.

Zusammenfassung

Abschließend möchte ich meine Überlegungen kurz in Form von fünf Kernthesen zusammenfassen:

1. Geldwertstabilität ist eine entscheidende Voraussetzung für ein lang anhaltendes Wirtschaftswachstum. Mit der Festlegung des Eurosystems auf das Ziel der Preisstabilität durch den EG-Vertrag ist eine wichtige Voraussetzung für stabile Preise im Euro-Raum erfüllt worden. Preisstabilität als Ziel in einer zukünftigen Europäischen Verfassung verpflichtet darüber hinaus alle Träger der Wirtschaftspolitik, diesem Ziel Rechnung zu tragen.
2. Mit seiner stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie erfüllt das Eurosystem eine weitere wichtige Voraussetzung für die Gewährleistung von Geldwertstabilität im Euro-Raum. Mit Hilfe der wirtschaftlichen und monetären Analyse gelangt das Eurosystem zu einer umfassenden Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität. Die gegenwärtigen Aussichten für

die Preisentwicklung stehen im Einklang mit Geldwertstabilität auf mittlere Sicht. Wir müssen aber weiterhin genau auf die Risiken achten, die u. a. in den hohen Ölpreisen und der üppigen Liquiditätsausstattung liegen.

3. Die stabilitätsorientierte Geldpolitik des Eurosystems bedarf der fiskalpolitischen Flankierung. Die Regelungen im EG-Vertrag und im Stabilitäts- und Wachstumspakt sind deshalb notwendige Bestandteile der Wirtschaftsverfassung des Euro-Währungsgebiets. Vorschläge, die eine Aufweichung der bestehenden Regelungen bedeuten würden, zielen in die falsche Richtung. Darüber hinaus gilt, dass das fiskalpolitische Regelwerk nur funktionieren kann, wenn auf seine statistische Basis Verlass ist. Die relative Gelassenheit der Finanzmärkte nach den Defizitrevisionen in Griechenland darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Glaubwürdigkeit der Währungsunion auch am zweifelsfreien Ausweis von Haushaltszahlen hängt.
4. Die Inflationsdifferenzen im Euro-Raum lassen sich mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik zwar verringern, aber nicht ganz beseitigen. Der EZB-Rat hat dem Phänomen hartnäckiger Inflationsdifferenzen insoweit Rechnung getragen, als er für den Euro-Raum insgesamt eine Preissteigerung von unter, aber nahe 2 % anstrebt. Damit die einheitliche Geldpolitik in jedem einzelnen Teilnehmerland zu Preisstabilität führt, sind zusätzliche Anstrengungen der anderen Träger der Wirtschaftspolitik notwendig.

5. Der Wechselkursmechanismus II, die Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrags sowie das beschlossene Rotationssystem für den EZB-Rat sind entscheidende institutionelle Voraussetzungen dafür, dass die Europäische Währungsunion auch nach der absehbaren Erweiterung um die neuen EU-Mitgliedstaaten eine Stabilitätsgemeinschaft bleibt.

* * *

Sendesperrfrist: 21. Oktober 2004, 19:00 Uhr MEZ

Dr. Jürgen Stark
Vizepräsident
der Deutschen Bundesbank

Das internationale Finanzsystem
Widerstandsfähigkeit und Risiken

Festvortrag zum Jubiläum
"25 Jahre Internationale Volkswirtschaftslehre"
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der
Eberhard Karls Universität Tübingen

Donnerstag , 21. Oktober 2004

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 26

Zunächst möchte ich der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät meine Glückwünsche zum Jubiläum "25 Jahre Internationale Volkswirtschaftslehre" aussprechen. Die Einrichtung dieses Studiengangs bereits vor einem Vierteljahrhundert zeugt von Weitblick und spiegelt anschaulich die Herausforderungen wider, vor die sich auch die Wirtschaftswissenschaft durch die Internationalisierung von Handel und Finanzsystemen gestellt sah. Der Blick über die „National“-Ökonomie hinaus war gefragt. Dieser Ansatzpunkt ist heute wichtiger denn je. Die zunehmende Vernetzung und das dynamische Wachstum der Finanzmärkte sind zum Inbegriff der Globalisierung geworden. Infolge der Liberalisierung und Deregulierung konnten sich die produktiven Marktkräfte freier entfalten, neue Finanzprodukte und der technische Fortschritt trieben die Entwicklung an. Deutschland hat davon erheblich profitieren können. Deutsche Banken verfügen mit knapp 2,5 Billionen US-Dollar über die höchsten Auslandsforderungen aller Bankensysteme weltweit.¹ Wenn es in Deutschland um die Stabilität des Finanzsystems geht, lohnt es sich also in besonderer Weise, über die Grenzen zu schauen.

Ich freue mich über die Einladung zu diesem Festvortrag, die mir die Gelegenheit bietet, Ihnen einen Überblick über das Thema „Internationales Finanzsystem“ zu geben.

Was ist das „internationale Finanzsystem“? Es spricht viel dafür, dass das internationale Finanzsystem heute mehr ist als nur die Summe seiner regionalen Teile. Die Internationalisierung ging mit einer qualitativen Veränderung einher. Das weltumspannende Geflecht aus Finanzmärkten, Intermediären und finanzieller Infrastruktur ist komplexer geworden. Eine Rolle spielt dabei die gestiegene Bedeutung von großen, global tätigen Finanzinstituten, die sich in einer Vielzahl unterschiedlicher Märkte und in verschiedenen Rechtsräumen

¹ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Quartalsberichte, Statistischer Anhang, Tabelle 9 B.

bewegen. Weiterhin haben die Finanzmärkte eine Reihe neuartiger, vor allem derivativer Finanzinstrumente mit hoher Komplexität hervorgebracht. Schließlich trägt auch die grenzüberschreitende Vernetzung von Zahlungsverkehrs- sowie von Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen zu einem höheren Integrationsgrad des globalen Finanzsystems bei. Mit der Internationalisierung wuchs zudem die Bedeutung des Währungssystems als Verbindungsglied zwischen den Wirtschaftsräumen und als wichtiger Eckpfeiler der Wirtschaftspolitik.

Welche Vorteile und Herausforderungen ergeben sich aus der Globalisierung der Finanzmärkte? Moderne Marktwirtschaften bauen darauf, dass der Wirtschaftsprozess möglichst weitgehend durch unverzerrte Marktpreise effizient gelenkt wird. Dies gilt in gleicher Weise auch für das Finanzsystem. Die Vorteile offener Finanzsysteme sind daher in der Stärkung der grundsätzlichen Marktfunktionen zu finden, vor allem durch Größenvorteile und Vielfalt:

Der Marktzins bringt die Spar-, Konsum- und Investitionspläne der Marktteilnehmer in Einklang und signalisiert welche Investitionen lohnender sind als andere; er hat insoweit eine Lenkungsfunktion. Je mehr Nutzer durch die Globalisierung Zugang zum internationalen Kapitalmarkt bekommen, desto höher ist die Liquidität und die Auswahl der Anlage- und Finanzierungsmöglichkeiten. Neben der Kapitalallokation dient das Finanzsystem der Risikoallokation. Die weltweite Übertragbarkeit von Risiken ermöglicht eine effizientere Verteilung der Risiken im Gesamtsystem. So können z.B. die Kreditausfallrisiken einzelner Länder unter den Investoren breit gestreut werden. Eine weitere Marktfunktion besteht darin, Anreize für Innovationen zu bieten, die eine Voraussetzung für langfristiges Wachstum sind. Auch hier bringt die Globalisierung Vorteile. Je größer der potenzielle Absatzmarkt, desto höher sind i.d.R. die Gewinnaussichten und damit die Anreize unternehmerische Risiken einzugehen.

gehen. Über die rein effizienzbezogene Sicht hinaus, soll die Wettbewerbsordnung einen Rahmen schaffen, in dem die wirtschaftliche Betätigung des Einzelnen möglichst nur durch die Freiheitssphäre des Anderen begrenzt wird. Die gelungene Öffnung der globalen Märkte ist also nicht nur eng mit der Hoffnung auf Wohlstand verknüpft, sondern auch mit größerer individueller Freiheit.

Warum hat Finanzsystemstabilität gerade in den letzten Jahren neue Relevanz erhalten? Das globale Finanzsystem ist seit Mitte der 90er Jahre zahlreichen Währungs- und Finanzmarktschocks ausgesetzt gewesen. In Erinnerung gerufen seien der Kuseinbruch an den US-Anleihemärkten 1994, die zahlreichen Krisen in Schwellenländern (Mexiko 1994-95 Asien- und Russland-Krise 1997-98; dann Brasilien 1998-99, die Türkei 2000-02 und zuletzt Argentinien). Nachhaltige Herausforderungen für die Finanzsysteme ergaben sich auch aus dem Beinahe-Zusammenbruch des LTCM Hedge-Funds in den USA (1998), dem Platzen der New Economy Blase (2000), den Bilanzskandalen (2002) sowie der neuen Dimension geopolitischer Unsicherheit in Folge der Terroranschläge vom 11. September 2001.

Nicht selten war die Bewältigung dieser unterschiedlichen Schocks mit einschneidenden Wachstumseinbußen verbunden. In einzelnen Ländern waren soziale Spannungen und politische Instabilität die Folge. Empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Häufigkeit von Bank- und Währungskrisen in den vergangenen drei Jahrzehnten weltweit zugenommen haben.² Ein Hauptgrund dürften Fehler bei der Liberalisierung und Deregulierung der nationalen Finanzsysteme gewesen sein.

² Vgl. Bordo u.a., 2001.

Für die größere Bedeutung der Finanzsystemstabilität spricht auch der in vielen Ländern in den vergangenen zwei Jahrzehnten wesentlich schneller als das nominale Bruttoinlandsprodukt gewachsene Marktwert der Finanzaktiva.³ Die engere Vernetzung von regionalen Finanzsystemen - durch das steigende Gewicht grenzüberschreitender Finanztransaktionen und die Integration vieler Schwellenländer in das internationale Finanzsystem - hat die gegenseitige Ansteckungsgefahr erhöht. Zudem verwischt die Segmentierung zwischen Banken, Wertpapierhäusern und Versicherungen immer mehr, so dass auch hier die Ansteckungsgefahr zwischen den Finanzunternehmen zunimmt. Mit der Komplexität der Finanzinstrumente und der Geschwindigkeit von Marktentwicklungen sind zudem die Anforderungen an das Risikomanagement der Marktteilnehmer erheblich gestiegen. Die Beherrschung von Markt- und operationellen Risiken ist zu einer zentralen Herausforderung geworden.

Im Folgenden möchte ich fünf Aspekte beleuchten und dann die Ergebnisse kurz zusammenfassen:

- I. Was ist unter Finanzsystemstabilität zu verstehen?
- II. Was sind die Ursachen von Finanzkrisen ?
- III. Wechselbeziehungen zwischen Finanzsystemstabilität und Geldpolitik.
- IV. Der institutionelle Rahmen zur Vermeidung von Instabilitäten
- V. Aktuelle Risiken

³ Vgl. Houben, Kakes und Schinasi, 2004.

I. Was ist unter Finanzsystemstabilität zu verstehen?

Finanzsystemstabilität bezeichnet die Fähigkeit, bis zu einem gewissen Grad Schocks auffangen zu können, ohne dass dadurch die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems spürbar beeinträchtigt wird. Stabilität wird jedoch oft auch als Abwesenheit von Instabilität definiert. Bordo u.a. (2001) definieren Finanzkrisen als Episoden, die durch hohe Volatilität an den Finanzmärkten, erhebliche Liquiditätsprobleme und Insolvenzen von wichtigen Finanzmarkakteuren gekennzeichnet sind, bzw. durch Interventionen öffentlicher Stellen, mit der Absicht, die akuten Risiken einzudämmen. Mishkin (2000) stellt die Bedeutung der Informations- und Kontrollkosten für die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems in den Mittelpunkt einer Definition von Instabilität.⁴ Das Problem asymmetrischer Informationen ist im Finanzsystem immer vorhanden. Bei Finanzkrisen tritt es jedoch so sehr in den Vordergrund, dass es zum Marktversagen führen und schwere Schäden im Wirtschaftsprozess nach sich ziehen kann.

Aus solchen Risiken des Marktversagens kann eine öffentliche Aufgabe zur Vermeidung und Bewältigung von Finanzkrisen abgeleitet werden. Die Stabilität des Finanzsystems weist Merkmale eines öffentlichen Gutes auf. Obwohl sich für private Nutzer des Finanzsystems Aufwendungen zur Verbesserung der Schockresistenz bis zu einem gewissen Grad auch privat auszahlen, berücksichtigen sie bei der Bemessung der für sie kostspieligen Vorsorge nicht die Gefahr, dass die eigene Zahlungsunfähigkeit zu einer Ansteckung anderer Marktteilnehmer führen kann. Aufgrund dieser unberücksichtigten externen Effekte würde in einem rein privatwirtschaftlichen, aufsichtsfreien System zu wenig für die Stabilität getan werden.

⁴ „Financial instability occurs when shocks to the financial system interfere with information flows so that the financial system can no longer do its job of channeling funds to those with productive investment opportunities.“

Stabilität hat ihren Preis. Während die Kosten von Instabilität vor allem in Form von Wachstumseinbrüchen eher periodisch zu Buche schlagen, fallen die Kosten für die Vermeidung von Krisen als administrative Aufwendungen und Effizienzeinbußen eher kontinuierlich an. Für Finanzstabilität zu sorgen, darf natürlich nicht gleichbedeutend sein mit rigiden Preisen und der Erhaltung unwirtschaftlicher Strukturen. Die Volatilität von Finanzmarktpreisen, soweit sie die Änderungen der Fundamentaldaten widerspiegeln, ist für die Effizienz des Finanzsystems unverzichtbar; ebenso wie das Ausscheiden unwirtschaftlicher Unternehmen aus dem Markt. Eine gute Regulierung ist also daran zu erkennen, dass sie die Kosten der Stabilität gering hält, indem sie sich marktconformer Methoden bedient.

Die Frage, „wieviel Regulierung ist nötig?“ ist letztlich politisch zu beantworten. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass auch die Effizienz politischer Prozesse beeinträchtigt werden kann. Die „ökonomische Theorie der Politik“ weist auf mögliche Verzerrungen, z.B. durch den Einfluss organisierter Interessengruppen hin. Insbesondere im Standortwettbewerb könnten sich die Länder gegenseitig mit der Senkung ihrer aufsichtlichen Anforderungen unterbieten. Ein solcher Wettbewerb ist einerseits zwar ein heilsames Mittel, um Überregulierung zu verhindern. Andererseits besteht aufgrund der Ansteckungsrisiken aber die Gefahr, dass auf globaler Ebene zu wenig für die Finanzsystemstabilität getan wird. Ein Beispiel ist das unerwünschte free-rider-Verhalten einiger Offshore-Zentren, die durch geringe Regulierung die Aufsichtsbemühungen anderer Länder unterlaufen.

II. Was sind die Ursachen von Finanzkrisen?

Wer Finanzkrisen wirksam vermeiden möchte, muss nach deren Ursachen suchen. In Anlehnung an Crockett (1997) möchte ich zunächst auf drei Erklärungsansätze eingehen, nach denen Instabilitäten im Finanzsystem auch bei rationalem Verhalten der Akteure möglich sind:

1. Gefangenendilemma,
2. Herdenverhalten und
3. selbst erfüllende Prophezeiungen.

Ergänzend sei auf psychologische Erklärungsansätze hingewiesen, die eher eine gewisse Irrationalität der Marktteilnehmer unterstellen, wie eine ausgeprägte Kurzfristorientierung. Anschließend möchte ich mich den destabilisierenden Fehlentwicklungen auf makroökonomischer Ebene zuwenden. Neben Bilanzungleichgewichten und unhaltbaren Wechselkursregimen spielt die Geldpolitik eine entscheidende Rolle, auf die ich dann später eingehen werde.

1. Unvollständige Informationen über die Absichten der anderen Marktteilnehmer bilden den Kern des **Gefangenendilemmas**, d.h. einer Situation in der die Akteure gemeinsam ein für alle unerwünschtes Ergebnis herbeiführen, obwohl sie sich individuell rational verhalten.⁵ Ein solches Dilemma liegt zum Beispiel auf Seiten der Gläubiger bzw. Einleger einer Bank vor, wenn Zweifel über deren Zahlungsfähigkeit auftreten. Das individuell rationale, aber unkoordinierte Verhalten der Bankkunden kann dazu führen, dass jeder versucht, noch vor dem anderen eine Auszahlung zu erreichen. Das Ergebnis könnte die Zahlungsunfähigkeit der Bank sein, unabhängig davon, ob der ursprüngliche Zweifel begründet

⁵ Vgl. Luce und Raiffa, 1957.

oder unbegründet war.⁶ Aufgrund der von außen schwer zu beurteilenden Solvenz eines Kreditinstituts kann ein Dominoeffekt entstehen und einen Ansturm auf andere Banken auslösen.

Der Unterschied zwischen individuell und kollektiv rationalem Handeln besteht nicht nur im Verhältnis zwischen Banken und Gläubigern. Das Gefangenendilemma ist in bestimmten Situationen auch ein geeigneter Erklärungsansatz für extreme Preisschwankungen an den Finanzmärkten. Rechnen die Marktteilnehmer z.B. damit, dass die zeitgleiche Rückabwicklung von Handelspositionen zum Austrocknen des Marktes führt, könnte dieses Ergebnis bei aufkommender Verunsicherung auch hier durch einen Ansturm auf den Marktausgang selbst herbeigeführt werden.

2. Ein für die Stabilität des Finanzsystems ebenso gefährliches Verhaltensmuster ist das so genannte **Herdenverhalten**. Es kann individuell durchaus rational sein, die Entscheidungen von anderen zu kopieren, wenn diese mit hoher Wahrscheinlichkeit über exklusive Informationen verfügen. Die Nachahmung ist dann eine kostengünstige Alternative zur eigenen Informationssuche.⁷ Ein weiterer Grund für das Herdenverhalten von Fonds- und Bankmanagern sind die für „principal-agent“-Beziehungen typischen Kontrollprobleme. Weil die Leistung des Agenten nicht direkt beurteilt werden kann, werden oftmals Vergleiche zu Wettbewerbern oder Benchmarks herangezogen. Damit wird bei unsicheren Entscheidungen für die risikoscheuen Manager der Anreiz gesetzt, weitgehend dem Markttrend zu folgen.

⁶ Vgl. Diamond und Dybvig, 1983.

⁷ Vgl. Rüffer (1999), Bikhchandani und Sharma (2000).

3. Während die so genannte erste Generation der Währungskrisenmodelle noch von einer Erosion der fundamentalen Wirtschaftsdaten als Hauptursache ausging zeigte die Erfahrung, dass Instabilität in Devisenmärkten auch bei robusten makroökonomischen Daten möglich ist. Dies hat die so genannte zweite Modellgeneration geprägt. In einem Erklärungsansatz von Obstfeld (1996) spielen z.B. **selbst erfüllende Prophezeiungen** eine wichtige Rolle.

Neben diesen überwiegend rationalen Erklärungsansätzen für die innere Instabilität können Finanzsysteme auch durch psychologische Effekte beeinflusst werden. Kindleberger (1978) identifiziert die verblassende Erinnerung an frühere Krisen als Bedingung für deren Wiederkehr. Tatsächlich scheinen die Akteure an den Märkten manchmal sehr kurzsichtigen (myopischen) Verhaltensmustern zu folgen.

Makroökonomische Ungleichgewichte sind weiterhin eine wichtige Ursache von Finanzkrisen. Die seit Mitte der neunziger Jahre eingetretenen internationalen Verschuldungskrisen zeigen, dass Währungssinkongruenzen (currency mismatches) oftmals eine wichtige Krisenursache bildeten. Viele Schwellenländer hatten hohe Fremdwährungsverbindlichkeiten aufgebaut, denen keine entsprechenden Fremdwährungsaktiva, z.B. in Form von Währungsreserven gegenüberstanden. Dies führte bei Vertrauensverlusten nicht nur zu Zahlungsbilanzschwierigkeiten, sondern machte die betreffenden Länder auch anfällig gegenüber Abwertungen. Wenn sich der Schuldendienst in heimischer Währung gerechnet schlagartig erhöht, waren explodierende Staatsausgaben, Unternehmensinsolvenzen und Bankenkrisen zwangsläufig die Folge. Länder, die sich für eine feste Wechselkursbindung an ein preisstabileres Land entscheiden, verzichten damit auf den Wechselkurs als „shock-absorber“. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs erfordert dann eine noch stärkere Disziplin

in der Geld- und Finanzpolitik, zu der die politischen Entscheidungsträger erfahrungsgemäß nicht immer bereit sind.

Auch in Ländern mit flexiblen Wechselkursen ist eine stabilitätsorientierte, mittelfristig angelegte Finanzpolitik ein wichtiger Faktor für das Finanzsystem und die Planungssicherheit in der Wirtschaft. Vertrauen in die Solidität der Staatsfinanzen zahlt sich in niedrigen Risikoprämien und geringeren Preisschwankungen an den Kapitalmärkten aus. Die Verantwortung der Finanzpolitik liegt aber auch darin, Investitions- und Immobilienbooms nicht unnötig durch falsche steuerliche Anreize anzuheizen .

Es kann somit vielerlei Ursachen haben, wenn Finanzsysteme aus sich heraus instabil oder durch eine falsche Politik „aus dem Gleichgewicht gebracht“ werden. Folglich stellt sich die Frage, ob und wie Krisen zu vermeiden sind. Immerhin hat sich beispielsweise das deutsche Finanzsystem in den vergangenen 50 Jahren als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen. Es war jedoch wichtig, aus den kritischen Situationen, die es gab, wie z.B. die Herstatt-Krise 1974, die richtigen Schlussfolgerungen zu ziehen – auch für Zentralbanken.

III. Wechselbeziehungen zwischen Finanzsystemstabilität und Geldpolitik

Vertreter der monetaristischen Schule wie Friedman und Schwartz (1963) haben seit langem auf die destabilisierende Wirkung einer aktivistischen Geldpolitik hingewiesen. Im Folgenden möchte ich näher auf die enge Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität eingehen.

Ein stabiles Finanzsystem ist zum Einen eine zentrale Voraussetzung für die wirksame Transmission geldpolitischer Impulse. Dies gilt in besonderer Weise für das Bankensystem sowie die Zahlungs- und Verrechnungssysteme, an deren Sicherung das Eurosystem mitwirkt.⁸ Auf der anderen Seite trägt eine mittelfristig orientierte Geldpolitik, die Preisstabilität zum Ziel hat, auch zur Finanzstabilität bei. Niedrige Inflationserwartungen und eine glaubwürdige geldpolitische Strategie helfen, Unsicherheit und Volatilität im Finanzsystem zu minimieren. Preise, die nicht durch übermäßige Risikoprämien verzerrt werden, verbessern die Effizienz des Kapitalmarkts und erleichtern die langfristige Planungen.

Preisstabilität allein reicht jedoch nicht (mehr), um Finanzstabilität zu gewährleisten.⁹ Dazu haben nicht zuletzt die stärkere Verflechtung der Märkte und die infolgedessen erhöhte Ansteckungsgefahr beigetragen. Auch bei niedrigen Inflationsraten auf der Konsumentenebene können sich insbesondere unter dem Deckmantel eines konjunkturellen Aufschwungs Ungleichgewichte aufbauen durch eine Kombination dynamischen Kreditwachstums, eines Investitionsbooms und Übertreibungen bei Immobilien- und Aktienpreisen, die später zu Rückschlägen führen. Schwere Störungen des Finanzsystems, z.B. in der Folge von fallenden Vermögenspreisen sind aufgrund ihrer realwirtschaftlichen Auswirkungen auch tendenziell mit Deflationsrisiken verbunden. Viel spricht daher für eine mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik, die eine Vielzahl vorausschauender Indikatoren berücksichtigt.

⁸ Der EG-Vertrag (Art. 105(5)) weist dem Eurosystem neben dem vorrangigen Ziel Preisstabilität die Aufgabe zu, beizutragen „zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen“.

⁹ Vgl. Borio und Lowe, 2002.

Dennoch stehen die geldpolitischen Entscheidungsträger in der Praxis vor schwierigen Problemen.

Erstens sind Übertreibungen auf den Vermögensmärkten kaum frühzeitig und eindeutig von fundamental bedingten Preissteigerungen zu unterscheiden. Selbst wenn dies gelingt, dürfte es für die Zentralbank in Boomphasen nicht einfach sein, die Öffentlichkeit von der Notwendigkeit einer Vermögenspreiskorrektur zu überzeugen. Fehleinschätzungen bei dem Versuch, vermeintliche finanzielle Ungleichgewichte zu beseitigen, können die Schwankungen der Vermögenspreise noch verstärken.

Zweitens kann eine an Vermögenspreisen orientierte Geldpolitik das Verhalten der Marktteilnehmer in eine unerwünschte Richtung beeinflussen. Eine aktivistische Zentralbank etwa könnte durch das „free-riding“ der Marktteilnehmer zunehmend in die Rolle gedrängt werden, über das angemessene Niveau von Aktien- und Immobilienpreisen entscheiden zu müssen. In diesem Fall würden die Preise aus Marktsicht solange nicht als überbewertet gelten wie die Zentralbank nicht gegensteuert. Gravierende Verhaltensänderungen können sich hingegen auch dann einschleichen, wenn die Zentralbank die Bildung von Blasen nicht verhindert, aber nach deren Platzen die Preiskorrektur durch eine reichliche Liquiditätsversorgung auffängt. Aufgrund des dadurch verzerrten Chancen/Risiko-Profils von Vermögensanlagen dürfte die Wahrscheinlichkeit für das Entstehen neuer Blasen zunehmen („Rolling Bubbles“).

Drittens ist fraglich, ob die Zinspolitik der Zentralbank wirklich das geeignete Instrument ist, um Ungleichgewichte und Übertreibungen an den Finanzmärkten zu verhindern. Als Alternativen zur Geldpolitik kommen daher insbesondere Maßnahmen zur Stärkung der Marktdisziplin, aufsichtliche Anforderungen

an das Risiko-Management der Banken oder automatische Stabilisatoren im Bereich der Fiskalpolitik in Frage.

Ist eine Finanzmarktkrise bereits eingetreten, stellt sich die Frage, ob und inwieweit sich Zentralbanken an der Lösung beteiligen sollen. Das Thema Liquiditätshilfen im Krisenfall bedeutet für Zentralbanken immer einen Zielkonflikt.¹⁰ Während durch die Bereitstellung von Liquidität ein Dominoeffekt, d.h. eine Ansteckung weiterer Institute und damit ein systemisches Risiko verhindert werden kann, führt die Erwartung von Liquiditätshilfen dazu, dass die Marktdisziplin geschwächt wird (moral hazard). Wenn die Marktteilnehmer nicht mit spürbaren Verlusten rechnen müssen, ist es für sie nicht mehr lohnend, die Solvenz ihrer Geschäftspartner zu überwachen und eigene Risikovorsorge zu betreiben. Daraus lassen sich zwei Schlussfolgerungen ableiten:

Erstens kann das Anreizproblem durch eine bewusst vage formulierte Strategie im Sinne von „constructive ambiguity“ abgeschwächt werden.

Zweitens ergibt sich daraus für Zentralbanken ein großes Interesse an wirk samen Verteidigungslinien „vor ihrer Haustür“, die das Risiko von Finanzkrisen verringern. In Deutschland wie in anderen Ländern wird ein System der ge staffelten Verteidigungslinien gegen Krisen des Finanzsystems praktiziert, was eine Intervention der Notenbank ("lender of last resort") entbehrlich gemacht hat.

¹⁰ Vgl. Goodhart und Huang, 1999.

IV. Der institutionelle Rahmen zur Vermeidung von Instabilitäten

Wichtige Bestandteile der **ersten Verteidigungslinie** der Finanzsystemstabilität sind ein hohes Maß an Marktdisziplin sowie das eigenverantwortliche Risikomanagement. Transparenz und die kostengünstige Verfügbarkeit von Informationen sind entscheidende Voraussetzungen. Wenn die Marktteilnehmer gegenseitige Einsicht in ihre wirtschaftliche Lage haben, sind die Risikoaufschläge der Finanzmarktpreise ein effizienter Steuerungsmechanismus, um der Anhäufung übermäßiger Risiken entgegenzuwirken.

In der aktuellen Diskussion um die internationalen Rechnungslegungsstandards (insbesondere IAS 39) wird jedoch deutlich, dass es durchaus umstritten sein kann, welches die richtige Art von Transparenz ist. Während hinter den traditionellen Bilanzierungsgrundsätzen des HGB die Prinzipien Gläubigerschutz und Vorsicht stehen, sind die IAS primär auf die Informationsinteressen der Investoren ausgerichtet. Durch die vorgeschlagene uneingeschränkte Möglichkeit zur Anwendung der so genannten Fair Value-Bewertung auf alle Finanzinstrumente, unabhängig von einer Handelsabsicht, würden die Schwankungen der einzelnen Bilanzpositionen wahrscheinlich zunehmen. Wie die Marktteilnehmer darauf reagieren würden ist unklar. Können die Investoren zufällige Schwankungen der Unternehmensergebnisse von der fundamentalen Entwicklung unterscheiden? Zumindest sind Zweifel angebracht, ob durch diese Art von Transparenz im Berichtswesen die wirtschaftlichen Verhältnisse eines Unternehmens für die Marktteilnehmer besser einsehbar werden.

Marktdisziplin, gegenseitige Kontrolle, an der z.B. auch Rating-Agenturen beteiligt sind, und eigenverantwortliches Risikomanagement reichen in der Praxis jedoch nicht aus. Man denke nur an die Möglichkeit der Geschäftspartner,

Risikopositionen innerhalb eines Tages durch Derivate einzugehen bzw. wieder aufzulösen, ohne dass dies für Außenstehende zeitnah erkennbar ist. Zudem können auch gesunde Finanzinstitute durch Ansteckungseffekte in Bedrängnis geraten. Die umfassende Kontrolle der Geschäftspartner müsste sich also auch auf deren Geschäftspartner erstrecken, was die Überwachungskosten schnell ansteigen ließe.

Die notwendige **zweite Verteidigungsline** ist daher zum Einen ein angemessener regulatorischer Rahmen, z.B. Eigenkapitalvorschriften, und eine wirksame Aufsicht, die die Einhaltung der Vorschriften überwacht. Zum Anderen bestehen Sicherungssysteme für die Einlagen von Kreditinstituten, die i.d.R. von den Verbänden selbst betrieben werden. Sie garantieren privaten Bankkunden die Rückzahlung der Einlagen und entschärfen damit wirksam das Gefangenendilemma, so dass ein Ansturm auf die Bankschalter unwahrscheinlich wird. Als Nebeneffekt muss in Kauf genommen werden, dass für die Bankkunden kein Anreiz mehr besteht, sich selbst ein Bild über die Bonität der Bank zu bilden. Das Problem schwächt sich jedoch ab, weil die Beiträge zum Sicherungssystem oftmals von der Bonität der Bank abhängen und für die Anteilseigner und bestimmte Gläubiger der Bank ein Verlustrisiko fortbesteht (soweit nicht eine komplette Institutssicherung an die Stelle der bloßen Einlagensicherung tritt).

Die staatliche Bankenaufsicht hat u.a. dafür zu sorgen, dass die Kreditinstitute die Mindestanforderungen an Solvenz, Liquidität und Risikomanagement einhalten. Grundsätzlich verzichtet die Bankenaufsicht auf direkte Eingriffe in die Geschäftspolitik der Kreditinstitute; Entscheidungen über Art und Umfang der Geschäfte bleiben dem Kreditinstitut im Rahmen der Aufsichtsnormen selbst überlassen. Die Aufsichtsregeln für das Eigenkapital z.B. zielen darauf ab, jederzeit einen ausreichenden Puffer für die bankgeschäftlichen Risiken bereit-

zuhalten. Welche Risiken das Kreditinstitut in welchem Umfang eingehen will, hängt hingegen maßgeblich davon ab, zu welchen Konditionen es am Markt genügend Eigenkapital beschaffen kann. Die Bankenaufsicht ersetzt also nicht die Disziplinierung durch den Kapitalmarkt, sondern ergänzt sie.

Im Gefolge der Internationalisierung der Finanzmärkte sowie der Liberalisierung und Deregulierung auf nationaler Ebene ist auch die **grenzüberschreitende Kooperation** der Notenbanken und Aufsichtsstellen zu einem wichtigen Element der internationalen Finanzarchitektur („global governance“) geworden. Die Bundesbank ist daran vielfach beteiligt. Die von den Notenbanken getragene Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel (BIZ) ist schon seit vielen Jahren zu einem wichtigen Zentrum für global ausgerichtete makroprudentielle Analysen und Empfehlungen für die Stabilität der Finanzsysteme geworden.

Das wohl bekannteste Gremium dieser Art ist der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (Stichwort „Basel II“). Er wurde im Zuge der Herstatt Krise im Jahr 1974 von den Zentralbank-Gouverneuren der G10 Länder eingesetzt. Der Ausschuss trug maßgeblich dazu bei, dass die Aufsichtsnormen international auf einheitlichen Prinzipien beruhen.

Das wichtige Thema Konvergenz der Aufsichtsregeln- und Praktiken hat Anfang 2004 auch zur Schaffung des Ausschusses der Europäischen Bankenaufseher (CEBS) geführt. Durch die verbesserte Kooperation der Aufsichtsbehörden und die EU-weite Harmonisierung des Meldewesens wird dem Anliegen der grenzüberschreitend tätigen Banken Rechnung getragen, die administrativen Kosten niedrig zu halten.

Der ebenfalls bei der BIZ angesiedelte Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) ist ein Forum für die Analyse der Stabilität des globalen Finanzsystems. Ein weiteres Gremium beschäftigt sich mit der Sicherheit des Zahlungsverkehrs und der Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme, die für die Infrastruktur der Finanzsysteme wichtige Elemente darstellen.

Eine zentrale Rolle bei der internationalen Zusammenarbeit nimmt das 1999 auf Vorschlag des ehemaligen Bundesbankpräsidenten Tietmeyer gegründete „Forum für Finanzstabilität“ (FSF) ein. Die Mitglieder sind die Zentralbanken, Finanzministerien und Aufsichtsbehörden der G7-Länder sowie Zentralbanken größerer Finanzzentren (Australien, Niederlande, Hongkong, Singapur).¹¹ Aufgrund dieses breiten Teilnehmerkreises ist das FSF in besonderer Weise geeignet, Schwachpunkte des Finanzsystems auch an den Schnittstellen frühzeitig aufzuzeigen und die Aktivitäten der verschiedenen nationalen Aufsichtsstellen und internationalen Gremien zu koordinieren. Ein erstes Projekt bestand in der Erstellung eines Kompendiums für Standards, das als international anerkannter Bezugspunkt für die relevanten Prinzipien, Richtlinien und „good practices“ der Finanzsystemstabilität dient. Hilfreiche Beiträge zu einzelnen Themen haben außerdem die FSF-Arbeiten zu „Highly Leveraged Institutions“, „Capital Flows“ und „Offshore Financial Centres“ geleistet.

Die ebenfalls seit 1999 bestehende „Gruppe der 20“ (G20) bezieht sowohl Industrie- als auch systemisch wichtige Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas in die Kooperation auf politischer Ebene ein. Dies trägt dem wachsenden wirtschaftlichen Gewicht dieser Ländergruppe und ihrer Bedeutung für die Stabilität des globalen Finanzsystems Rechnung. Die Gruppe setzt sich in jüngerer Zeit z.B. mit der Frage auseinander, wie die nationalen Finanzmärkte in den Schwellenländern gestärkt werden können, um deren Ersparnisbildung

¹¹ Hinzu kommen Vertreter internationaler Organisationen und Aufsichts-Vereinigungen.

zu steigern, Kapitalflucht zu verhindern und den Kapitalimport zunehmend in eigener Währung anstatt in Fremdwährung zu bewerkstelligen.¹²

Der Internationale Währungsfonds (IWF) ist im Laufe der Jahre gleichfalls zu einem wichtigen Kompetenzzentrum für die globale Finanzstabilität geworden. Die Überwachung und Beratung der Mitgliedsländer zu Fragen der Finanzstabilität hat deutlich an Gewicht gewonnen. Im Rahmen des Programmes zur Begutachtung des Finanzsektors (FSAP) - einer gemeinsamen Initiative von IWF und Weltbank – werden unter Beteiligung von Experten der jeweiligen nationalen Stellen die Stärken und Schwächen des Finanzsystems eines Landes identifiziert. Des weiteren trägt der IWF zur Verbesserung der Entscheidungsgrundlagen für die Marktteilnehmer bei, indem er Standards und Indikatoren für die Beurteilung der Finanzstabilität und zur Transparenz in der Geld- und Fiskalpolitik entwickelt.

Die von internationalen Gremien erarbeiteten Kodizes und Standards für ein stabiles Finanzsystem werden nach und nach in immer mehr Ländern umgesetzt und tragen zur Finanzstabilität bei. Ungeachtet dessen wird die dynamische Entwicklung des Finanzsystems auch künftig mit neuen Herausforderungen für die Finanzstabilität verbunden sein, die eine Fortentwicklung des Handlungs- und Aufsichtrahmens erforderlich macht.

V. Aktuelle Risiken

Nun zu den aktuellen makroökonomischen Risiken und den Herausforderungen für die Stabilität des Finanzsystems. Die Bundesbank analysiert die Stabi-

¹² Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 2004, S. 32.

lität des nationalen und internationalen Finanzsystems laufend und berichtet darüber im Rahmen der Stabilitätsberichte, zuletzt im Monatsbericht Oktober.

Seit dem Frühjahr 2003 hat sich die Stabilität des internationalen wie auch des deutschen Finanzsystems zunehmend gefestigt. Dazu trug vor allem die von den USA und Asien ausgehende Verbesserung des makroökonomischen Umfelds bei. Störpotenzial für den Konjunkturverlauf geht derzeit vor allem von einem anhaltend hohen Ölpreis aus, der das reale Wirtschaftswachstum dämpfen und die Inflationsrate nach oben treiben könnte.

Die Geld- und Fiskalpolitik ist in vielen Ländern seit 2001 deutlich expansiv ausgerichtet. Dies hat zu einer sehr reichlichen Liquiditätsausstattung des globalen Finanzsystems geführt. In einer Reihe von großen Ländern hat die Verschuldung der privaten Haushalte, aber auch die Staatsverschuldung, deutlich zugenommen. Inzwischen wurde die Zinswende in den USA und Großbritannien eingeleitet.

In einer Reihe von Ländern wirft die hohe Verschuldung der privaten Haushalte die Frage nach deren Tragfähigkeit auf. In den USA lagen am Ende des zweiten Quartals 2004 die Schulden der privaten Haushalte relativ zum verfügbaren Einkommen (mit 118%) rund 7 Prozentpunkte höher als 2002. Auch in Großbritannien und Spanien stieg die Verschuldung kräftig an. Treibende Kraft ist in fast allen Ländern eine dynamische Nachfrage nach Immobilienkrediten. In Deutschland blieb die Schuldenquote in diesem Zeitraum hingegen nahezu unverändert¹³, und auch die Nachfrage nach Immobilienkrediten ist in Deutschland merklich schwächer.

¹³ Ein Niveauvergleich zwischen den USA und D (wo die Schuldenquote bei 111% des verfügbaren Einkommens liegt) ist aufgrund der unterschiedlichen Definition des Haushaltsektors wenig aussagekräftig.

Ein unerwarteter Zinsanstieg könnte bei den privaten Haushalten der genannten Länder zu Zahlungsschwierigkeiten führen. Die Zinssensitivität ist noch höher, wenn die Immobilienkredite mit variablen Zinsen ausgestaltet sind (wie z.B. in GB und Spanien) oder wenn sich die Haushalte zusätzlich durch kurzfristige Konsumkredite verschuldet haben (USA und GB). Falls die Haushalte ihre Zins- und Tilgungsverpflichtungen nicht mehr erfüllen können und gleichzeitig der Immobilienwert, der als Besicherung dient, unter den Kreditbetrag fällt, schlägt sich dies in Verlusten für die Kreditgeber nieder.

Die privaten Haushalte sind vielfach in der Position eines „Schock-Absorber“, die die aus Finanzkrisen resultierenden Einkommens- und Bewertungsverluste verkraften müssen. Es ist daher angeraten, die Schuldentragfähigkeit von Risikogruppen innerhalb des privaten Sektors im Auge zu behalten. In diesem Zusammenhang geben die seit dem Jahr 2000 deutlich gestiegenen Verbraucherinsolvenzen in manchen Ländern (GB, D, USA) Anlass zur Sorge.

In vielen Industrieländern hat die Verschuldung der öffentlichen Haushalte ein für die Stabilität der Währung, aber auch der Finanzsysteme, bedenkliches Ausmaß angenommen. Die derzeit niedrigen Marktzinsen für Staatsanleihen sollten nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Bedienung der Staatsschulden nicht nur für diese, sondern auch für künftige Generationen zu einer enormen Bürde werden kann. Ein Verlust des Vertrauens in die Solidität der Finanzpolitik könnte einen Anstieg der Kapitalmarktzinsen und eine höhere Volatilität der Wechselkurse nach sich ziehen mit direkten Auswirkungen auf die Finanzstabilität.

Der Umgang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt in Europa ist in diesem Zusammenhang kein ermutigendes Beispiel. Aber auch in anderen Ländern ist eine Budget-Konsolidierung dringend geboten, um die absehbaren Belastun-

gen durch den Eintritt der Baby-Boomer-Generation in das Rentenalter auffangen zu können.

Die Krisenanfälligkeit des globalen Finanzsystems wird zudem durch die fortbestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erhöht. Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten hat sich im zweiten Quartal 2004 aufgrund der lebhaften Inlandsnachfrage auf 5,7% des Bruttoinlandsprodukts ausgeweitet. Dem stehen Kapitalimporte aus anderen Teilen der Welt insbesondere aus Ostasien gegenüber. Störungen bei der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits könnten zu erheblichen Wechselkursschwankungen führen, die auch auf andere Bereiche des Finanzmarktes und die Realwirtschaft ausstrahlen würden.

Die Struktur der US-Kapitalimporte ist ein wichtiges Indiz für deren Nachhaltigkeit. Wenngleich es kurzfristig angesichts der derzeitigen Wachstumsausichten für die Marktteilnehmer kaum Anlass geben dürfte, ihre Portfolioinvestitionen in den USA massiv zurückzufahren, haben sich die langfristigen Risiken erhöht.

Erstens hat sich der Anteil der als längerfristig anzusehenden Direktinvestitionen gegenüber flexibleren Portfolioinvestitionen in den vergangenen Jahren verringert.

Zweitens hat der Anteil privater Kapitalzuflüsse abgenommen, während sich die Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen aus den offiziellen Devisenmarktinterventionen ostasiatischer Länder verstärkt hat.¹⁴ Auf Dauer dürften solche Interventionen an Grenzen stoßen, zumal dadurch lediglich die notwendigen strukturellen Anpassungen verzögert werden. Zum Abbau der außenwirt-

¹⁴ Vgl. IWF, Global Financial Stability Report, September 2004, S.26f.

schaftlichen Ungleichgewichte könnte neben Wechselkursanpassungen vor allem eine höhere Ersparnis der privaten und öffentlichen Haushalte in den USA beitragen sowie eine Stärkung der Produktivität und der Binnennachfrage in Asien und Europa.

An den internationalen Finanzmärkten waren im laufenden Jahr der Zeitpunkt, das Ausmaß und die Auswirkungen der Zinswende in den Vereinigten Staaten das Hauptthema. Vor diesem Hintergrund haben sich Risiken herausgebildet, die die bislang niedrige Volatilität der Finanzmarktpreise wieder in die Höhe treiben könnten:

Die reichliche Liquiditätsausstattung der Weltwirtschaft hat vor allem auf den Anleihemärkten eine allgemeine „Suche nach Rendite“ ausgelöst. Dadurch hat sich der Renditeabstand zwischen Papieren bester Bonität und riskanteren Produkten wie Anleihen von Unternehmen und Schwellenländern sowie durch Hypotheken besicherte Anleihen stark vermindert. Es ist nicht auszuschließen, dass es dabei auch zu Übertreibungen gekommen ist, so dass die verbliebenen Renditeaufschläge nicht mehr ausreichen, um die Anleger für ihre Kredit- und Zinsänderungsrisiken zu kompensieren. Die mit einem Zinsanstieg einhergehenden Kursverluste von Anleihen könnten insofern zum Auslöser für eine Verkaufswelle werden.

Ein weiterer Ausfluss der anhaltenden „Suche nach Rendite“ ist auch das zunehmende Interesse an der weitgehend unregulierten Hedgefonds-Branche. Da mit traditionellen Anlageformen nur geringe Renditen zu erzielen sind, wird die Suche nach Alternativen verstärkt. Darüber hinaus versprechen sich viele Investoren eine bessere Diversifizierung ihres Portfolios durch die Aufnahme von Hedgefonds-Anteilen, deren Renditen mit traditionellen Anlagen nur gering korreliert sind. Aufgrund der starken Mittelzuflüsse hat sich der Einfluss

dieser wenig transparenten Branche auf die Finanzmärkte erhöht. Vor allem zwei Fragen sind im Hinblick auf die Stabilität des Finanzsystems bisher noch offen:

Welche Auswirkungen haben die Handelsstrategien der Hedgefonds auf die Volatilität der Finanzmarktpreise?

Können Banken, die zu den Fonds vielfältige Verbindungen unterhalten, genügend Kontrolle über sie ausüben, obwohl dies unter erheblichem Wettbewerbsdruck die Chance auf die lukrativen Mandate dieser Kunden beeinträchtigen dürfte?

Zumindest besteht in diesem Bereich Zweifel, ob Marktdisziplin allein ausreicht, um Krisen wie 1998 im Fall des Hedgefonds LTCM in Zukunft zu verhindern. Mehr Transparenz bei Hedge Funds ist daher notwendig.

VI. Schlussbemerkungen

1. Die Funktionsfähigkeit und Stabilität des internationalen Finanzsystems ist eine wesentliche Grundlage für den effizienten Ablauf von Wirtschaftsprozessen. Die Finanzmärkte haben in den letzten Jahren weitreichende qualitative Veränderungen erfahren mit einer komplexen Finanzinfrastruktur, grenzüberschreitender Vernetzung und neuen Finanzinstrumenten.
2. Im Unterschied zu anderen Wirtschaftsbereichen gibt es im Finanzsystem besondere Informationsprobleme, die sich zusammen mit makroökonomischen Ungleichgewichten, d.h. infolge politischer Fehlsteuerung zu Finanzkrisen ausweiten können. Diese strahlen i.d.R. auch auf die Realwirt-

schaft einschließlich der privaten Haushalte aus und können dort zu gravierenden Störungen führen.

3. Die politischen Entscheidungsträger und aufsichtlichen Stellen sind gefordert, potentielle Stabilitätsrisiken durch angemessene Rahmenbedingungen für das Verhalten der Wirtschaftssubjekte einzudämmen. Nur so können die wohlfahrtsfördernden Potentiale des internationalen Finanzsystems ausgeschöpft werden. Dabei muss das Finanzsystem genügend Flexibilität behalten, um Schocks auch künftig abfedern zu können.
4. Der Zielkonflikt zwischen Finanzstabilität und Kosten-Effizienz muss immer wieder aufs Neue abgewogen werden. Die ordnungspolitische Kompassnadel muss dabei die Richtung vorgeben: Der staatliche Regulierungsrahmen soll die Selbstregulierung des Marktes ermöglichen und ergänzen, aber nicht ersetzen.
5. Das internationale Finanzsystem hat in den letzten Jahren bedeutende Schocks ohne gravierende Anspannungen verkraftet. Dennoch sind die Weltfinanzmärkte nicht immun gegenüber einer Reihe von Risiken. Zwar wird die Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems durch die insgesamt günstigen weltwirtschaftlichen Aussichten gestärkt, aber alle an der Stabilität des Systems beteiligten Parteien sind gefordert, ihre erhöhte Aufmerksamkeit beizubehalten.

*

* * *

Literatur

Bikhchandani und Sharma: *Herd Behavior in Financial Markets: A Review*, IMF Working Paper WP/00/48, März 2000.

Bordo, Eichengreen, Klingebiel und Soledad: *Is the crisis problem growing more severe?*, Economic Policy, 2001, 32, S. 51-82.

Borio, Claudio und Lowe, Philip: *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers, No 114, 2002.

Crockett, Andrew: *The Theory and Practice of Financial Stability*, Essays in International Finance, No. 203, April 1997, S. 3-22.

Diamond und Dybvig: *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*, Journal of Political Economy, 84, Juni 1983, S. 401-419.

Friedman, Milton und Schwartz, Anna, J.: *A Monetary History of the United States 1867-1960*, New York, National Bureau of Economic Research, 1963.

Goodhart, Charles, A.E., und Huang, Haizhou : *A Model of the Lender of Last Resort*, LSE, Financial Markets Group, Discussion Paper 313, Januar 1999.

Houben, Kakes, Schinasi: *Towards a framework for financial stability*, De Nederlandsche Bank, Occasional Studies, 2004, Vol.2/Nr.1, S. 33ff.

Kindleberger, Charles, P.: *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York, Basic Books, 1978.

Luce und Raiffa: *Games and Decisions: Introduction and Critical Survey*, A Study of the Behavioral Models Project, Columbia University, Bureau of Applied Social Research, New York, Wiley, 1957.

Mishkin, Frederic, S.: *Financial Stability and the Macroeconomy*, Working Paper No.9, Central Bank of Iceland, 2000, S. 3.

Obstfeld, M.: *Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features*, European Economic Review, Vol. 40, April 1996, S.1037-1047.

Rüffer, Rasmus: *Implicit Government Guarantees and Bank Herding Behavior*, Discussion Paper 6/99, Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, 1999.

Sendesperrfrist: 26. Oktober 2004, 16:30 Uhr MEZ

Hans Georg Fabritius
Mitglied des Vorstands
der Deutschen Bundesbank

**Auf dem Weg zu einem einheitlichen europäischen
Zahlungsverkehrsraum aus Sicht der Deutschen
Bundesbank**

Rede anlässlich der 7. EURO FINANCE WEEK / EBIF
in Frankfurt am Main
am Dienstag, 26. Oktober 2004

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 20

„Jedem Anfang wohnt ein Zauber inne, der uns beschützt und der uns hilft zu leben“, heißt es in dem schönen Stufengedicht von Hermann Hesse.

„Jedem Anfang wohnt ein Zauber inne“ – das gilt auch für den europäischen Zahlungsverkehr. Denn hier wird etwas Neues entwickelt. Aus den heute 25 nationalen Systemen soll ein neues Gebilde entstehen, der so genannte einheitliche europäische Zahlungsverkehrsraum. Und weil jedes Kind einen Namen braucht, haben wir uns in der Großfamilie Europa bereits geeinigt: „SEPA“ soll es heißen, also **Single Euro Payments Area!**

Die Geburt von SEPA wird alleine im **Euro**raum jeden der 300 Millionen Einwohner betreffen, die rund 350 Millionen Zahlungsverkehrskonten unterhalten und pro Tag 160 Millionen Transaktionen abwickeln. Und nicht zu vergessen: Auch jedes der 7.000 im Zahlungsverkehr tätigen Kreditinstitute!

I

Die dritte Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion im Jahre 1999 läutete eine „friedliche Revolution“ ein. Die Einführung

des Euro hat für Banken und Zentralbanken – aber auch für uns alle als Verbraucher - nachhaltige Veränderungen mit sich gebracht.

Neben der Entwicklung des neuen Echtzeit-Bruttosystems „TARGET2“ durch das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) ist die Schaffung eines einheitlichen Zahlungsverkehrsraums in Europa – also die Geburt von SEPA - für das Eurosystem und damit auch für die Bundesbank eine große Herausforderung.

Die Bundesbank ist an der Entwicklung des einheitlichen europäischen Zahlungsverkehrsraums beteiligt, und zwar durch enge Zusammenarbeit mit unseren Partnern innerhalb des Eurosystems sowie im Dialog mit den Banken, unseren Partnern im Markt. Wir werden dabei unsere Erfahrung und Expertise einbringen, die wir über viele Jahre auf nationaler wie internationaler Ebene erworben haben.

Gerade für Deutschland als einen der größten Märkte für Abwicklungsleistungen in Europa stellt sich die Frage, wie wir den Weg zu einem einheitlichen europäischen Zahlungsverkehrsraum ebnen können. Aber worum geht es eigentlich bei SEPA? Was sind die

Vorteile? Wo drückt der Schuh? Wie könnte die politische Marschroute für die nächsten Jahre aussehen? Was können wir gemeinsam tun, damit die Geburt von SEPA möglichst ohne Komplikationen vonstatten geht? Ja und wann ist der Geburtstermin? Nun, der vom EPC genannte Termin, nämlich Anno 2010, ist schon ein sehr ehrgeiziges Datum! Einen noch früheren Termin halte ich für wenig realistisch.

II

Was also hat es mit SEPA auf sich? Für mich sind drei Kriterien maßgeblich.

- Erstens: Wir wollen mit SEPA einen Markt schaffen, in dem bargeldlose, grenzüberschreitende Transaktionen genauso einfach, sicher, effizient und kostengünstig abgewickelt werden wie innerhalb der jeweiligen Landesgrenzen. Aber damit nicht genug.
- Denn zweitens: Bei Zahlungsvorgängen in Europa soll der Verbraucher künftig die gleichen Instrumente nutzen können wie bei nationalen Zahlungen – dies gilt z. B. für Lastschrifteinzüge bei Internet-Einkäufen im europäischen Ausland.

- Und drittens: Der Verbraucher soll künftig frei wählen dürfen, wo er seinen Zahlungsverkehr abwickeln möchte. Warum soll ich bspw. meinen Zahlungsverkehr nicht komplett auch bei einer Bank in Spanien abwickeln können?

Daher mein Credo: SEPA soll dem Verbraucher das bieten, was er heute in Deutschland schon hat! Ich meine, für diese Vision lohnt es sich, die Ärmel hochzukrempeln und gegenwärtige Probleme beherzt anzupacken.

Für einen einheitlichen Zahlungsverkehrsraum brauchen wir sicherlich keine Nivellierung in jedem Bereich. Was wir aber in jedem Fall brauchen sind einheitliche Verfahren und Instrumente, sprich: einheitliche Standards. Aber hier liegt das Problem. Was sind überhaupt einheitliche Standards? In vielen Gesprächen, die ich bisher geführt habe, ist mir klar geworden: Jeder hat hier eine andere Vorstellung! Deshalb ist ein gemeinsames Verständnis dringend geboten. Wenn Sie mich fragen: Ich verstehe unter gemeinsamen Standards:

- gemeinsame Verfahren – d. h. europäische Zahlungsverkehrs-instrumente;

- gemeinsame technische Standards - z. B. für Datensatzformate, Kommunikations- und Sicherheitsverfahren;
- sowie
- gemeinsame Geschäftspraktiken – bspw. für Laufzeiten, Entgeltberechnungen und Rückgaben.

Für mich sind „gemeinsame europäische Standards“ der Dreh- und Angelpunkt und entscheidend für eine glückliche SEPA-Geburt. Doch auch hier scheiden sich mitunter noch die europäischen Geister. Warum neue Standards einführen? Warum hohe Investitionen tätigen, wenn die Abwicklung im Inland bereits heute hocheffizient, voll automatisiert und preisgünstig ist? Warum in ein solches Projekt investieren, wenn der Anteil grenzüberschreitender Massenzahlungen nach wie vor deutlich unter 1 Prozent liegt?

Doch wer so fragt, lässt europäische Effizienzgewinne außer Acht. Durch die europäische Brille betrachtet ist und bleibt der nationale Massenzahlungs- verkehr eine „Insellösung“. Mit anderen Worten: Die Märkte sind und bleiben in weiten Teilen abgeschottet. Und hier greifen mögliche Vorteile von SEPA:

Ich glaube zwar nicht, dass die Zahl grenzüberschreitender Transaktionen künftig rasant zunehmen wird. Aber: Harmonisierung und Standardisierung schaffen mehr Transparenz. Mehr Transparenz fördert den Wettbewerb. Und mehr Wettbewerb sorgt für mehr Effizienz, besseren Service und geringere Preise. Unter diesen Vorzeichen macht die Schaffung eines einheitlichen Zahlungsverkehrsraums in Europa auch ökonomisch Sinn.

Damit wir auf unserem Weg zu einem einheitlichen europäischen Zahlungsverkehrsraum gut vorankommen, scheinen mit folgende vier Punkte wichtig zu sein:

- Erstens: Ohne klare Zielvorstellungen und verbindliches Handeln werden wir nicht weiterkommen. Am Ende unseres Weges müssen einheitliche europäische Standards stehen – und zwar ausschließlich!
- Zweitens: Es gibt noch viel zu tun – das ist wohl wahr. Doch müssen wir bei unserer Arbeit Schwerpunkte setzen. Denn: Weniger ist manchmal mehr. Wer sich zuviel vornimmt, erreicht

im Zweifel gar nichts! Der Entwicklungsprozess muss überschaubar bleiben und kontrolliert werden können.

- Drittens: Einheitliche europäische Standards müssen sinnvoll sein und dürfen nicht hinter den heutigen zurückstehen; ansonsten wären sie den deutschen Verbrauchern nur schwer zu vermitteln. Denken Sie nur an das künftige SEPA-Datensatzformat – den „Einheitscontainer“ für den Zahlungstransport. Das SEPA-Datenformat sollte für alle Zahlungsinstrumente, also für Überweisungen, Lastschriften und Karteneinzüge verwendbar sein. Ferner sollte es als „end-to-end-Format“ im Verhältnis zwischen Kunde und Bank Anwendung finden sowie in umgekehrter Richtung – also bei Rückgaben unanbringlicher Zahlungen - einsetzbar sein.
- Und viertens: Ein fließender Übergang auf europäische Standards schafft Flexibilität. Denken Sie an die Euro-Umstellung: Durch die dreijährige Interoperabilität im unbaren Zahlungsverkehr zwischen D-Mark und Euro haben wir die Umstellung auf den Euro gut gemeistert.

Wie könnte in puncto Standardisierung nun eine sinnvolle Migrationsstrategie aussehen? Ich könnte mir zum Beispiel für IBAN und BIC ein Drei-Stufen-Konzept vorstellen.

Erste Stufe: Verbindliche Verwendung von IBAN (International Banking Account Number) und BIC (Bank Identifier Code) im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr. Daher unterstützen wir die Idee, ab 2007 die Verwendung von IBAN und BIC für alle grenzüberschreitenden Überweisungen verbindlich vorzuschreiben.

Zweite Stufe: Verbindliche Nutzung von IBAN und BIC auch im nationalen **Interbanken**-Zahlungsverkehr. Vielleicht schon in 2010 oder - falls sinnvoll machbar - auch früher. Das würde bedeuten: Jede Bank führt das neue, mit europäischen Standards kompatible SEPA-Datenformat ein. Folglich könnte das Kreditgewerbe ihren Kunden auch im nationalen Zahlungsverkehr die Verwendung von IBAN und BIC anbieten. Für eine gewisse Übergangszeit wäre allerdings das alte DTA-Datenformat zu unterstützen, da die Umstellung beim Endkunden nach unserer Erfahrung zeitlich deutlich länger zu bemessen ist.

Die dritte und letzte Stufe: Verbindliche Nutzung von IBAN und BIC auch in der Beziehung zwischen Kunde und Bank sowie zwischen Bank und Kunde. Das würde bedeuten: Kontonummer und Bankleitzahl entfallen, ebenso das DTA-Datensatzformat für den nationalen Zahlungsverkehr.

Übrigens: Eine solche Migrationsstrategie könnte ich mir durchaus auch für andere Standards vorstellen, z. B. für Lastschriften. Apropos Lastschriften: Nicht nur für Europa, sondern insbesondere auch für Deutschland, ist das europäische Lastschriftverfahren von großer Bedeutung: Gut 37 Prozent aller Lastschriften in der Europäischen Union entfallen auf den deutschen Markt. Und: Das deutsche Lastschriftverfahren ist durch die Möglichkeit der Einzugsermächtigung sehr einfach, preiswert und wegen seiner Widerspruchsmöglichkeit sehr kundenfreundlich.

Die Diskussion im EPC (European Payments Council) über die pan-europäische Lastschrift (PEDD: Pan-European Direct Debit) haben sich lange hingezogen. Das Ergebnis stimmt aber zuversichtlich. Wesentliche Elemente des deutschen Lastschriftverfahrens sind in dieses Modell eingeflossen. Auch hier stellt die vom Zahlungs-

pflichtigen an den Zahlungsempfänger erteilte Einzugsermächtigung ein ganz wesentliches Element dar. Ich bin zuversichtlich, dass das neue Verfahren auch dem deutschen Verbraucher noch mehr bieten wird als die heutige, schon sehr gut funktionierende Lastschriftabwicklung.

Wer von Ihnen ein Musikinstrument spielt, weiß, dass eine Melodie nur dann harmonisch klingt, wenn man sich an die vorgegebenen Noten hält. Auch im Zahlungsverkehr brauchen wir eindeutige Spielregeln. Wer legt diese fest? Nun, zum einen der europäische Gesetzgeber, die Normenschmiede in Brüssel.

Bekanntlich will die EU-Kommission für den Zahlungsverkehr einen einheitlichen Rechtsrahmen erlassen. Das ist gut und ohne Zweifel sinnvoll. Die Diskussionen in den letzten Monaten haben aus unserer Sicht zu einer erheblichen Verbesserung des Entwurfs beigetragen. Gleichwohl stehe ich einigen Aspekten immer noch mit großer Skepsis gegenüber. Insbesondere halte ich den Ansatz, alle Zahlungsverkehrsinstrumente durch einheitliche Regeln gleich zu behandeln (z. B. hinsichtlich Widerspruchsregeln, Haftungsregeln), für wenig zielführend; er sollte nochmals überdacht werden.

Ja und ob der EZB-Rat einschlägige Verordnungen erlassen sollte, um die Geburt von SEPA zu beschleunigen? Zweifelsohne hat er nach Artikel 22 der ESZB-Satzung das Recht dazu. Aber eine freiwillige Zusammenarbeit aller Marktteilnehmer, transparente und funktionierende Abstimmungsprozesse sowie – am Ende – verbindliche Vereinbarungen sind m. E. einer staatlichen Regulierung vorzuziehen. Wir haben damit auf nationaler Ebene gute Erfahrungen gemacht.

III

Die Schaffung gemeinsamer Standards, d. h. gemeinsamer Verfahren, gemeinsamer technischer Standards sowie Geschäftspraktiken, ist klar zu trennen von der Frage: Wie könnte die zukünftige europäische Infrastruktur im Zahlungsverkehr aussehen?

„PE-ACH“, „Pan-European Automated Clearing House“, ist ein Begriff, der durch die europäische Zahlungsverkehrslandschaft geistert. Was eigentlich ist ein PE-ACH? Ist PE-ACH nur eine Idee, ein Konzept, ein organisatorischer Rahmen?

Für mich ist PE-ACH ein System, das folgende Anforderungen erfüllt: offener Zugang für alle Kreditinstitute in der EU, Verwendung europäischer Standards sowie europaweite Erreichbarkeit, was de facto auch bedeutet: eine gesamteuropäische Ausrichtung. Einziges PE-ACH ist zurzeit STEP2, allerdings mit noch sehr geringem Volumen: rund 110 Tausend Transaktionen pro Tag. Zum Vergleich: Im deutschen EMZ (Elektronischer Massenzahlungsverkehr) werden fast 9 Millionen Transaktionen pro Tag abgewickelt, im niederländischen EUROPAY-System 11 Millionen und im französischen SIT-Verfahren über 40 Millionen Zahlungen.

Die Überlegungen, wie die Zahlungsverkehrsinfrastruktur im Jahre 2010 aussehen wird, haben noch nicht so richtig Form angenommen. Warum? Nun, die Gründe liegen auf der Hand: Die Prozessketten und Strukturen im Interbankenclearing sind heute äußerst effizient. Bilaterales Clearing – in Deutschland von besonderer Bedeutung – wird zum Nulltarif angeboten. Und nicht zuletzt stehen sich widerstreitende geschäftspolitische Interessen der einzelnen Marktteilnehmer gegenüber.

In einem sind wir uns wohl einig: Ein neuer „Anstrich“ muss her! Mehr noch: Der Anstrich muss „europäisch“ eingefärbt sein! Jedes System – sei es im Back-Office von Banken, sei es ein übergreifendes Automated Clearing House – muss künftig in der Lage sein, die gemeinsamen europäischen Standards zu verarbeiten. Damit wird Interoperabilität erreicht und die Grundlage für einen offenen Wettbewerb geschaffen. Nationale und grenzüberschreitende Zahlungen könnten dann über jede Infrastruktur im Euroraum geleitet werden.

Oder soll das europäische Haus doch gleich ganz renoviert werden? Müssen wir das Bestehende komplett einreißen und von Grund auf neu beginnen? Sind unsere heutigen Systeme „Dinosaurier“ und pan-europäische Clearinghäuser die Zukunft? Für mich sind weiterhin verschiedene Möglichkeiten denkbar.

Erstens: Die eher „europäisch-dezentrale Lösung“. Das heißt: Auch nationale ACHs würden zunächst im Rennen bleiben. Es könnten sogar neue ACHs entstehen. Ein Beispiel: **Größere** osteuropäischen Länder bauen ihre alten ACH-Strukturen so aus, dass sie in Euro abwickeln können. Pan-europäische Clearinghäuser hätten hier eine

wichtige „Verbindungsfunction“. Sie könnten aber auch für nationale Märkte interessant sein, bei denen ein eigenes ACH nicht effizient wäre. Eine weitere Konsolidierung könnte durch Fusion von nationalen ACHs entstehen.

Zweitens: Die „europäische Transaktionsbankenlösung“. Ich teile die Meinung, dass die Existenz von Transaktionsbanken durch das PE-ACH-Konzept nicht in Frage gestellt wird. Denkbar wäre hier eine zunehmend internationale Ausrichtung von „Transaktionsbanken“. Diese wären für Kreditinstitute aus unterschiedlichen Ländern zugänglich und würden für sie neben weiteren Teilen der Prozesskette auch die Clearingfunktion übernehmen. Auch hier spielen pan-europäische Clearinghäuser nach wie vor eine wichtige Rolle!

Drittens: Die „europäisch-zentrale Lösung“. Nationale ACHs sterben aus oder sie verschmelzen zu großen Anbietern, die grundsätzlich allen Banken in der EU offen stehen. Es würden sich wenige große Clearinghäuser etablieren, die sowohl den gesamten europäischen als auch den nationalen Zahlungsverkehr abwickeln. Allerdings bleibt die Frage: Für wie viele Anbieter wäre letztlich Platz? Für zwei, drei, vier oder mehr ...?

Zum Thema zukünftige europäische Infrastruktur im Zahlungsverkehr will ich nicht gleich 95 Thesen vortragen, sondern mich lediglich auf fünf beschränken.

Erstens: Der Schlüssel zur Steigerung der Effizienz im europäischen Zahlungsverkehr liegt nicht in der Reglementierung von Strukturen, sondern in der Schaffung von Interoperabilität! Europäische Standards sind künftig Pflicht, und zwar für alle!

Zweitens: Monopolstrukturen sind aus wettbewerbs- und zahlungsverkehrspolitischen Gründen weder erstrebenswert noch ökonomisch sinnvoll. Selbst in einem europäisch-zentralen Szenario muss es mehr als einen Anbieter geben.

Drittens: Das bilaterale Clearing, beispielsweise zwischen großen Kopfstellen im europäischen Kreditgewerbe, vielleicht auch zwischen ACHs, lässt sich nicht verbieten. Dies gilt im Übrigen auch für andere Verfahren. Eine PEACH-Nutzungspflicht kann es daher nicht geben.
Das Angebot, nicht die Politik, sollte die Nachfrage schaffen!

Viertens: Auch in pan-europäischen Clearinghäusern können nicht alle Banken in der EU direkte Teilnehmer werden. Nationale Konzentratoren, wie z.B. der EMZ, werden deshalb höchst wahrscheinlich notwendig bleiben.

Fünftens: Der Wettbewerb soll's richten und der Markt unter Kosten-/Nutzengesichtspunkten entscheiden. Das Marktvolumen für ACH-Transaktionen beläuft sich immerhin auf 100 Millionen Transaktionen pro Tag. Strukturen sollten sich entwickeln und nicht vom Reißbrett aus vorgegeben werden.

Die Diskussionen um die künftige Infrastruktur im europäischen Zahlungsverkehr werden natürlich auch für die Bundesbank und ihren EMZ nicht ohne Folgen bleiben. Wir werden aber an unserer geschäftspolitischen Zielsetzung festhalten. Die Rolle der Bundesbank im Massenzahlungsverkehr war nie zu verstehen als Ersatz für Marktaktivität, sondern immer als komplementäres Angebot. Damit scheidet eine Positionierung des EMZ als eines von wenigen zentralen pan-europäischen Clearinghäusern in Europa aus. Auch eine Fusion mit anderen ACHs wird aus heutiger Sicht kaum in Frage kommen.

Die Bundesbank wird also an ihrer Rolle als kostengünstiger und effizienter nationaler „Konzentrator“ sowie „Entry point“ für das europäische Interbankenclearing festhalten. Und zwar so lange, wie unser Angebot vom Markt nachgefragt wird. Der strukturellen Komponente wird dabei weiterhin hohe Bedeutung zukommen. Die Notenbank gewährleistet – ähnlich übrigens wie im Großzahlungsverkehr – einen offenen, d.h. wettbewerbsneutralen, Zugang zum Interbankenclearing. Aber auch der Gedanke, einen eigenen aktiven Beitrag zur Förderung von Sicherheit und Effizienz leisten zu können, wird weiterhin eine bedeutsame Rolle für die Bundesbank spielen.

Sie sehen: Die Diskussion um die zukünftige europäische Infrastruktur im Zahlungsverkehr ist voll im Gange. Und das ist gut so! Zwar hat sich für die Bundesbank durch die Einbindung in das ESZB die politische Gestaltungsfunktion auch im Zahlungsverkehr geändert – gewiss! Aber gleichzeitig öffnen sich für die Bundesbank auch neue Chancen. Die Bundesbank ist – wenn Sie so wollen - ein „Scharnier“ zwischen der gesamteuropäischen Zahlungsverkehrspolitik im ESZB und der nationalen Willensbildung im ZKA.

Die Bundesbank will nach außen Offenheit demonstrieren. Die Bundesbank will keineswegs in einem „akademischen Elfenbeinturm“ leben – im Gegenteil! Die Bundesbank will - auch oder gerade - als Bestandteil des ESZB weiterhin als Katalysator, Mitgestalter und Betreiber in Erscheinung treten – und dies zum Nutzen der deutschen Kreditwirtschaft und des Finanzplatzes Deutschland! Und deshalb sollte die Bundesbank auf nationaler Ebene in allen EPC-Spiegelarbeitsgruppen des ZKA vertreten sein und sich dort aktiv einbringen können.

IV

Noch einmal: Die Diskussion um die zukünftige europäische Infrastruktur im Zahlungsverkehr ist voll im Gange! Und das ist gut so! Deutschland hat einen hohen europäischen Marktanteil und damit Gewicht. Folglich sollten wir in Deutschland unser ganzes Gewicht in die Waagschale werfen und aus einer starken Position heraus argumentieren. Wir alle wissen jedoch: Wenn etwas Neues entsteht, geht es naturgemäß mit Chancen und Risiken einher. Die Risiken scheuen wir nicht – im Gegenteil: Wir stellen uns ihnen. Und die Chancen? Nutzen wir sie, damit die Vision von einem

einheitlichen Zahlungsverkehrsraum in Europa Wirklichkeit wird. Ich hoffe, dass sich Deutschland mit Engagement einbringt und seine Interessen in Europa mit Nachdruck vertritt. Das wird allerdings nur gelingen, wenn wir in Deutschland mit einer Stimme sprechen und europäisch denken.

Wir brauchen SEPA. SEPA ist unser Wunschkind. Und deshalb darf ich zum Abschluss nochmals Hermann Hesse „zaubern“ lassen: „Jedem Anfang wohnt ein Zauber inne“, schreibt der große Dichter. Das trifft auch zu für unsere Vision von einem einheitlichen Zahlungsverkehrsraum in Europa. Wir stehen aber nicht mehr am Anfang. Manches haben wir schon erreicht – aber genauso viel bleibt noch zu tun. Also: Packen wir's an.

* * *



Sendesperrfrist: 4. November 2004, 19.15 Uhr MEZ

Prof. Dr. Hermann Remsperger

Mitglied des Vorstands
der Deutschen Bundesbank

**Anmerkungen zur geldpolitischen Strategie der EZB
im Lichte einer neuen Forschungsarbeit der Bundesbank**

Vortrag vor der
Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie Baden
4. November 2004 in Karlsruhe

- Es gilt das gesprochene Wort -

Die geldpolitische Strategie des Eurosystems wurde im Oktober 1998 das erste Mal der Öffentlichkeit präsentiert. Sie war auf die spezifischen Anforderungen an die einheitliche Geldpolitik und die besonderen Gegebenheiten im Euro-Währungsgebiet zugeschnitten und somit einmalig. Daher stand sie von Beginn an unter strenger Beobachtung durch die Öffentlichkeit. Das war und ist auch gut so.

Insgesamt lässt sich inzwischen wohl urteilen, dass die geldpolitische Strategie des Eurosystems ihre Aufgaben bisher gut erfüllt hat, d.h. insbesondere, dass sie von Anfang an eine robuste Basis für den internen Entscheidungsprozess bildete und einen konsistenten Rahmen für die Kommunikation mit der Öffentlichkeit lieferte.

Selbstverständlich unterlag die Strategie aber nicht nur der kritischen Prüfung durch Externe, sondern auch und vor allem der Prüfung durch das Eurosystem selbst. Mit der zunehmenden Verfügbarkeit neuer Daten, den gemachten Erfahrungen und den gewonnenen Erkenntnissen, stieg sowohl die Möglichkeit als auch der Wunsch nach einer systematischen Überprüfung und

gegebenenfalls einer Konkretisierung der eigenen geldpolitischen Strategie.

Entsprechend nahm das Eurosystem Ende 2002/Anfang 2003 eine umfangreiche **Überprüfung seiner Strategie** vor, deren Ergebnisse im Mai 2003 publiziert wurden.¹ Alles in allem wurde die bestehende Strategie bestätigt. Wie schon mehr als vier Jahre zuvor wurde auch die Evaluierung von einem kritischen Wissenschaftsdialog begleitet. Gleichwohl ist auch die nunmehr konkretisierte Strategie erneut kritisiert worden.

Ich möchte im Folgenden näher auf die aus meiner Sicht zentralen Kritikpunkte eingehen und dabei auch etwas „Kritik an der Kritik“ üben. Vor allem aber soll im Schlussteil meiner Überlegungen hervorgehoben werden, dass es weiterhin ratsam erscheint, die Menge des Geldes in acht zu nehmen. Unterstützt wird diese Aussage durch eine neue Forschungsarbeit der Bundesbank, die in Zusammenarbeit mit Professor M.J.M. Neumann entstanden ist.

¹ Siehe Issing, O. (2003).

Die Elemente der geldpolitischen Strategie

Die im Herbst 1998 vom EZB-Rat formulierte geldpolitische Strategie umfasst erstens eine quantitative Definition von Preisstabilität und zweitens eine auf zwei Säulen basierende Einschätzung der Risiken für die kommende Preisentwicklung. Lassen Sie mich nacheinander beide Elemente thematisieren.

Zur quantitativen Definition von Preisstabilität

Eine quantitative Definition des Preisstabilitätsziels ist wünschenswert, weil dies den Bürgern des Euro-Währungsgebiets zum einen eine Orientierungshilfe für ihre Preiserwartungen und zum anderen eine Richtschnur für die Rechenschaftslegung der Notenbank an die Hand gibt. Schon im Herbst 1998 hat der EZB-Rat Preisstabilität als Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von „**unter zwei Prozent**“ definiert, wobei Preisstabilität mittelfristig beibehalten werden soll.

Mit dem Ausdruck „Anstieg“ ist von vornherein signalisiert worden, dass ein Rückgang des Preisniveaus ebenso unvereinbar mit Preisstabilität ist wie Teuerungsraten über 2 Prozent. Für

die Wahl einer Teuerungsrate über Null Prozent sprechen mehrere Gründe.

- Zunächst führen **statistische Messprobleme** dazu, dass die „wahre“ Inflationsrate durch den gemessenen Anstieg des Preisindex überzeichnet wird. Dies liegt daran, dass sich die Statistik schwer tut, „reine“ Preisveränderungen von solchen zu trennen, die aus geänderten Produktmerkmalen oder Veränderungen in der Produktqualität resultieren. Produktinnovationen, wie sie insbesondere im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien vorkommen, werden dann nicht ausreichend berücksichtigt und die Preisentwicklung zu hoch ausgewiesen.
- Für die „Hinnahme“ einer leichten Teuerung spricht außerdem das Bestreben, **deflationäre Tendenzen zu vermeiden**. Bei einem dauerhaft sinkenden Preisniveau könnte nämlich die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen durch eine Liquiditätsfalle oder das Erreichen der Nullgrenze der Nominalzinsen so eingeschränkt werden, dass eine sich

beschleunigende Deflationsspirale geldpolitisch nur noch sehr schwer aufzuhalten ist.

- Aufgrund der **Inflationsunterschiede** zwischen den Teilnehmerländern im Euroraum ist die Wahrscheinlichkeit von Preisrückgängen in einzelnen Ländern der Währungsunion etwas größer als bei einer eigenständigen Geldpolitik dieser Länder. Die Gefahr deflationärer Prozesse ist jedoch gering, wenn die Definition für Preisstabilität einen gewissen Sicherheitsabstand zur Null-Linie der Inflationsraten berücksichtigt.

Bei der Beurteilung von Inflationsdifferenzen innerhalb eines Währungsraums ist natürlich auch zu bedenken, dass sie dann kaum problematisch sind, wenn sie sich nach einer gewissen Zeit wieder abbauen. Zu den Ursachen hartnäckigerer, struktureller Inflationsunterschiede zählen z.B. unterschiedliche Preisbildungsprozesse oder Differenzen in der Produktivitätsentwicklung, in denen sich der wirtschaftliche Aufholprozess der Mitgliedsländer mit vergleichsweise niedrigen Produktivitätsniveaus widerspiegelt (Balassa-Samuelson-Effekt).

Um allen diesen Aspekten gerecht zu werden, hat der EZB-Rat bei der Überprüfung der geldpolitischen Strategie klargestellt, dass er im Rahmen der bestehenden Definition von Preisstabilität mittelfristig eine Teuerungsrate von „**unter, aber nahe bei 2 %**“ anstrebt.

Die anschließende öffentliche Diskussion konzentrierte sich insbesondere auf zwei Aspekte: Zum einen kritisierten einige Beobachter die Ausgestaltung der Zielformulierung. Zum anderen wurde die **Höhe der Obergrenze** als zu niedrig beurteilt.² Lassen Sie mich mit dem letzten der beiden Punkte beginnen.

Dass Inflation aus vielerlei Gründen schädlich ist, brauche ich heute nicht zu erläutern.³ Meines Erachtens sollte die quantitative Obergrenze für den hinnehmbaren Preisanstieg prinzipiell so niedrig wie möglich angesetzt werden. Allerdings ist dabei den gerade erwähnten drei Aspekten – dem Messfehler, der Sicherheitsmarge gegen Deflation und der Heterogenität der Inflationsraten – Rechnung zu tragen.

Unsere Schätzungen in der Bundesbank zeigen, dass der auf Schwierigkeiten bei der Qualitätsmessung beruhende Messfehler

nicht allzu groß ist. Für Deutschland beispielsweise schätzen wir ihn auf unter $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt. Und was die Sicherheitsmarge gegen Deflation betrifft, zeigen entsprechende Simulationen, dass bereits ein Abstand in Höhe von einem Prozentpunkt über der Nulllinie ausreichenden Schutz gegen Deflation bietet.⁴

Auch das Ausmaß des aufholbedingten Inflationsgefälles sollte nicht überschätzt werden.⁵ Folgende hypothetische Modellrechnung mag dies verdeutlichen: Selbst wenn Griechenland, Spanien und Portugal – diejenigen Mitgliedsländer, die sich eindeutig als Aufholkandidaten identifizieren lassen - einen rein aufholbedingten Inflationsvorsprung von 2 Prozentpunkten hätten, würde schon eine Beschränkung des Preisanstiegs in den anderen Mitgliedsländern auf durchschnittlich 1,6 % ausreichen, um die EWU-weite Inflationsrate während des Aufholprozesses unter 2 % zu halten. Auch der größte Teil der verfügbaren empirischen Studien zeigt, dass der durch den Balassa-Samuelson-Effekt erzeugte Inflationsanstieg nur von

² Siehe hierzu z.B. Gali, J. et al. (2004).

³ Siehe hierzu beispielsweise Deutsche Bundesbank (1996).

⁴ Siehe z.B. Coenen, G. (2003) und Klaeffing, M./Lopez-Perez, V. (2003)

begrenzter Bedeutung ist.⁶ Hinzu kommt, dass er im Zeitablauf an Bedeutung verlieren dürfte.

Darüber hinaus lässt sich eine Anhebung der Obergrenze für Preisstabilität mit der Heterogenität in den Inflationsraten des Euro-Raums kaum begründen. Werden die Inflationsunterschiede in ihrer Höhe nämlich tatsächlich als bedenklich eingeschätzt, ist vielmehr die nationale Wirtschaftspolitik – und nicht die an den europäischen Aggregaten ausgerichtete Geldpolitik – gefordert, entsprechende Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Hierbei sehe ich besonders Länder mit Inflationsraten in der Verantwortung, die über der Stabilitätsnorm liegen.

Mit Blick auf die Kritik an der **Ausgestaltung der Zielformulierung** gibt es grundsätzlich zwei relevante Aspekte, zum einen die Frage nach der Symmetrie der Zielformulierung und zum anderen die Frage nach ihrer Präzision.

Tatsächlich ist die vom EZB-Rat gewählte Formulierung in gewisser Weise asymmetrisch: Während klar definiert worden ist, dass Preissteigerungsraten von 2 % und darüber nicht mit

⁵ Siehe Deutsche Bundesbank (2004), insb. S. 41ff.

Preisstabilität vereinbar sind, gibt es keine entsprechend klar definierte Untergrenze. Für diese Vorgehensweise bestehen aber gute Gründe. So liefern die bereits diskutierten Begründungen für die Wahl eines Zielwertes von über Null keine exakten kritischen Werte. Hinzu kommt außerdem, dass diese zeitvariabel sein dürften. Die Untergrenze ist damit schlicht und einfach nicht exakt zu benennen.

Befürworter einer größeren Präzision bei der Formulierung der geldpolitischen Richtschnur – die beispielsweise eine exakte Bandbreite oder einen genauen Punktewert für die angestrebte Inflationsrate bevorzugen (oder beides) – empfinden die Zielsetzung des EZB-Rats von „unter, aber nahe bei 2%“ als zu vage. Hierzu möchte ich anmerken, dass eine präzisere Angabe Vor- und Nachteile hat. So signalisiert die Formulierung des EZB-Rats die Unsicherheit, die mit der Bestimmung der noch hinnehmbaren Inflationsrate verbunden ist. Möglicherweise hätte eine noch genauere Definition von Preisstabilität dagegen den Vorteil, die Preiserwartungen noch stärker verankern zu können. Dem steht allerdings entgegen, dass die

⁶ Siehe Camba-Mendez, G. et al. (2003).

Konsequenzen für die Erwartungsbildung bei Abweichungen vom Punktzielwert oder bei Über- bzw. Unterschreitung der Grenzwerte eines Zielbandes nur schwer einzuschätzen sind.

Meines Erachtens zeigen die Erfahrungen auch anderer Zentralbanken, dass diese Ausgestaltungsfragen der Zielformulierung zwar wichtig sind, aber noch wichtiger ist eine konsequente Stabilitätsorientierung in der Geldpolitik.

Einschätzung der Risiken für die zukünftige Preisentwicklung

Da sich geldpolitische Maßnahmen erst mit einiger Verzögerung auf die Preisentwicklung auswirken, muss der EZB-Rat seine geldpolitischen Entscheidungen an der für die Zukunft erwarteten Preisentwicklung orientieren. Die Einschätzung der Risiken für die kommende Preisentwicklung stützt sich dabei auf zwei „Analyse-Säulen“, die wirtschaftliche und die monetäre Analyse. Diese Unterteilung dient sowohl der Strukturierung der internen Analysen als auch der Kommunikation mit der Öffentlichkeit.

Die **wirtschaftliche Analyse** basiert auf zentralen realwirtschaftlichen Indikatoren und Finanzmarktvariablen und soll vor allem

der Analyse gesamtwirtschaftlicher Schocks dienen, die sich auf die Preisentwicklung auswirken. Aus geldpolitischer Sicht macht es nämlich einen großen Unterschied, ob ein starker Preisanstieg die Folge eines verringerten Angebots oder einer erhöhten Nachfrage ist, ob er außenwirtschaftliche oder binnengesamtwirtschaftliche Ursachen hat oder ob er vorübergehender oder anhaltender Natur ist.

Im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse erstellt der Stab des Eurosystems auch halbjährlich gesamtwirtschaftliche Projektionen zur Wirtschafts- und Preisentwicklung im Euro-Raum. Sie werden um die Aktualisierungen durch den EZB-Stab ergänzt, die ebenfalls – zeitlich versetzt zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen – zwei Mal im Jahr veröffentlicht werden.

Ziel der Projektionen ist es, die Informationen der verschiedenen realwirtschaftlichen und finanziellen Indikatoren zu einem einheitlichen Bild zusammenzuführen. Da diese Projektionen jedoch mit einem recht hohen Grad an Unsicherheit behaftet sind, werden keine Punktschätzungen, sondern lediglich Korridore für hinreichend wahrscheinliche Ergebnisse veröffentlicht.

Die Analyse der monetären Faktoren im Hinblick auf die kommende Preisentwicklung findet im Rahmen der monetären Säule statt. So ging in der Vergangenheit einem beschleunigten Preisauftrieb häufig eine übermäßige Ausweitung der Geldmenge voraus. Diese Erfahrung deckt sich mit der Einschätzung von Milton Friedman, der den Satz „*Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen*“ prägte.

Um nun einen Vergleichswert für das stabilitätspolitisch auf längere Sicht vertretbare Geldmengenwachstum zu besitzen, hat der EZB-Rat bereits im Dezember 1998 erstmals einen Referenzwert für die Expansion der Geldmenge M3 festgelegt. Unter der Bedingung einer stabilen langfristigen Geldnachfrage deuten anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht an.

Um die potenziellen Inflationsgefahren besser herausarbeiten zu können, die mit einer längerfristigen Überschreitung des Referenzwerts möglicherweise verbunden sind, ergänzt die EZB ihre Referenzwertbetrachtung seit dem Frühjahr 2001 um ein Maß für die Überschussliquidität. Anders als der Referenzwert stellt diese „reale Geldlücke“ nicht auf die Wachstumsrate von M3, sondern

auf den realen M3-Bestand ab. Entsprechend gibt sie an, inwieweit die gegenwärtige reale Geldmenge den gleichgewichtigen realen Geldbestand übersteigt. Dies ist der Bestand, der sich bei einer Geldmengenwachstumsrate in Höhe des Referenzwerts und einer Preisentwicklung entsprechend der Stabilitätsnorm – also einem Anstieg von unter, aber nahe 2 % – ergeben hätte.

Bei der Vorstellung seiner Ergebnisse aus der Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Mai 2003 stellte der EZB-Rat die Zeithorizonte klar, für die die beiden Säulen Hinweise auf die zukünftige Preisentwicklung liefern. Dabei betonte er, dass die monetäre Analyse einen Informationsgehalt besonders für die längerfristige Preisentwicklung besitzt. Für die Beurteilung der kurz- bis mittelfristigen Inflationsrisiken – also für einen Zeitraum von bis zu etwa 2 Jahren – stellt er dagegen besonders auf die wirtschaftliche Analyse ab.

Die **Kritik an den zwei Säulen** bzw. an den leichten Korrekturen nach der Evaluierung umfasst eine breite Palette verschiedener Aspekte. So wurde (und wird) einerseits die besondere Rolle kritisiert, die der Geldmenge in der Strategie eingeräumt wird. Von dieser Seite wird üblicherweise gefordert, die Eigenständigkeit der

Analyse monetärer Faktoren aufzuheben und diese in die „wirtschaftliche Analyse“ zu integrieren.⁷

Gleichzeitig wird dagegen von anderer Seite bemängelt, dass der EZB-Rat bei seinen geldpolitischen Entscheidungen monetären Faktoren eine zu geringe Beachtung schenke. Die Vertreter dieser Sichtweise betonen, dass das Geldmengenwachstum verglichen mit dem Referenzwert in den letzten drei Jahren sehr hoch war, dass sich der EZB-Rat aber gleichzeitig tendenziell für Zinssenkungen entschied.

Freilich ziehen die Kritiker aus ihrer Beobachtung je nach ihrem Standpunkt unterschiedliche Schlüsse: Während die einen die Abschaffung der monetären Säule oder ihre Integration in eine einzige Inflationsprognose fordern, wollen die anderen die monetäre Säule stärker in den Vordergrund stellen.

Was den Vorschlag der formalen **Integration der beiden Säulen** angeht, erscheint mir diese Alternative vor dem Hintergrund der fristenbezogenen „Arbeitsteilung“ beider Säulen nicht angebracht. Die Informationen aus der monetären und der wirtschaftlichen Säule sollten nicht in einer einzigen Inflationsprognose zusam-

⁷ Siehe z.B. Galí, J. et al. (2004).

mengefasst werden, da dies die einzelnen Informationsbeiträge eher verwischen würde.

Hinzu kommt, dass die Einschätzung, der EZB-Rat habe die Geldmenge bei seinen geldpolitischen Entscheidungen nicht genügend berücksichtigt, meines Erachtens unzutreffend ist. So geht es im Rahmen der monetären Säule eben nicht nur darum, das gemessene Geldmengenwachstum mit dem Referenzwert zu vergleichen und darauf mechanistisch mit der Zinspolitik zu reagieren. Vielmehr steht insbesondere auch die Analyse der Bestimmungsgründe für das Geldmengenwachstum im Vordergrund. Erst sie erlaubt dann zusammen mit der rein quantitativen Analyse Aussagen über die Gefahr für die Preisstabilität.

So zeigt die monetäre Analyse beispielsweise, dass die M3-Wachstumsrate insbesondere von Frühjahr 2001 bis Frühjahr 2004 deswegen zum Teil deutlich über dem Referenzwert lag, weil sich angesichts starker Aktienkursrückgänge sowie einer hohen Unsicherheit infolge von Terroranschlägen, Kriegshandlungen, aber auch wegen konjunktureller Risiken eine ausgeprägte Präferenz für liquide Geldmengenkomponenten ergab.

Aus dem starken Geldmengenwachstum folgte auch ein entsprechend merklicher Anstieg der so genannten realen Geldlücke. Allerdings waren hieraus nicht notwendigerweise unmittelbare Inflationsgefahren abzuleiten. So zeigte die Analyse der Komponenten und Gegenposten von M3, dass die in den letzten drei Jahren gebildete Überschussliquidität vor allem eine Folge der unsicherheitsbedingten Portfolioumschichtungen gewesen ist.

Es kann allerdings nicht ausgeschlossen werden, dass die Überschussliquidität nach einem Rückgang der allgemeinen Unsicherheit für Güterkäufe eingesetzt wird und dann preissteigernd wirken könnte. Aber auch wenn die Mittel lediglich für den Kauf von Finanzaktiva verwendet werden, kann indirekt über einen Vermögenspreisanstieg ein Aufwärtsdruck bei den Konsumentenpreisen entstehen.

Der EZB-Rat muss die Geldmengenentwicklung also sehr aufmerksam analysieren, um möglicherweise aufkommenden Inflationsgefahren rechtzeitig begegnen zu können.

Die monetäre Säule trägt somit dazu bei, dass die mittel- bis langfristige Perspektive bei geldpolitischen Entscheidungen des EZB-Rats, aber auch bei der Bildung von Inflationserwartungen

nicht aus den Augen verloren wird. Um diesen mittel- bis langfristigen Charakter der monetären Säule auch gegenüber der Öffentlichkeit stärker zu betonen, verzichtet der EZB-Rat seit der Überprüfung seiner Strategie auf die zuvor praktizierte jährliche Überprüfung des Referenzwertes für das Geldmengenwachstum.

Eine Bundesbank-Studie zum Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation im Euro-Raum

Wie wichtig die monetäre Säule für die Einschätzung der mittel- bis langfristigen Preisperspektiven ist, belegt auch unsere aktuelle Forschungsarbeit „*Inflation and Core Money Growth in the Euro Area*“.⁸ Sie ist unlängst in der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Bundesbank in Zusammenarbeit mit Professor Neumann von der Universität Bonn entstanden.

Der Ansatzpunkt dieser Studie ist der gleiche wie bei der traditionellen – von der Bundesbank geprägten - monetären Analyse. Es wird versucht, die inflationsrelevanten Geldmengenbewegungen von solchen zu trennen, die keine Preiswirkungen nach sich ziehen. Solche Abweichungen der tatsächlichen Geldmenge

von jener Liquidität, welche die Akteure zur Finanzierung von realwirtschaftlichen Transaktionen halten und die damit auch preiswirksam sein kann, sind keine Seltenheit. Ursachen hierfür sind beispielsweise kürzerfristige Portfolioumschichtungen, Auslandseinflüsse auf die Geldmenge, aber auch mitunter reine Ultimoeffekte. Es ist unstrittig, dass solche kurzfristigen Bewegungen für die längerfristige Preisentwicklung keine Rolle spielen und deshalb auch für die geldpolitische Entscheidung nicht relevant sind.

Die Kunst der monetären Analyse besteht nun darin, diese Bewegungen von der eigentlichen inflationsrelevanten Geldmengenentwicklung zu unterscheiden. Dabei basiert die traditionelle monetäre Analyse der Bundesbank und auch der EZB nicht zuletzt auf einer nicht-formalen, detaillierten Untersuchung der Geldmengenaggregate, ihrer Komponenten und Gegenposten.

Ergänzend dazu wird im Rahmen unserer neuen Forschungsarbeit der Versuch unternommen, inflationsrelevante monetäre Entwicklungen **auf formale Weise mit Hilfe einer Fre-**

⁸ Siehe Neumann und Greiber (2004).

quenzanalyse zu identifizieren. Wir wollen damit dazu beitragen, die Interpretation der monetären Säule weiter zu vertiefen.

Dazu werden Filterverfahren herangezogen, die in der volkswirtschaftlichen Forschung im Zusammenhang mit anderen Fragestellungen weit verbreitet sind. Für den Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen gibt es bisher jedoch nur wenige Studien, die auf derartige Methoden zurückgreifen. Mit solchen Filtern lassen sich generell kurzfristige Schwankungen oder Störungen aus der trendmäßigen Entwicklung einer Zeitreihe entfernen.

Übertragen auf die monetäre Analyse bedeutet dies, dass aus den Geldmengendaten die temporären Bewegungen entfernt werden, die keinen Informationsgehalt für die Preisentwicklung besitzen.

Die Studie verwendet jedoch nicht nur allein die gefilterten Geldmengendaten, sondern darüber hinaus eine so genannte „**Kernkomponente“ des Geldes**. Rein technisch gesprochen, ergibt sich das Wachstum dieser Geldmengen-Kernkomponente aus dem gefilterten Geldmengenwachstum abzüglich eines Wertes für das reale Potenzialwachstum des BIP. Somit repräsentiert die Geld-Kernkomponente den Liquiditätszuwachs,

der über den zur Finanzierung des Potenzialwachstums notwendigen Teil hinausgeht.⁹ Dieses Konstrukt wird in der Studie als „Core Money“ bezeichnet.

Empirisch zeigt sich, dass die Core Money-Zeitreihe den trendmäßigen Verlauf der Inflationsrate im Euro-Raum sehr gut abzubilden vermag. Es besteht eine „**eins zu eins Beziehung**“ zwischen der Kernkomponente des Geldmengenwachstums und der Inflationsentwicklung. Trendmäßig betrachtet, geht eine Erhöhung des Geldmengenwachstums also mit einem Anstieg der Inflationsrate in gleichem Maße einher.

Hingegen sind kürzerfristige Schwankungen der Geldmenge, die nicht in der Kernkomponente enthalten sind, für die Inflation irrelevant. Dies spiegelt die schon erwähnten kurzfristigen Sondereffekte in den Geldmengendaten wider, die keine Preiswirksamkeit aufweisen.

Aus dem Blickwinkel der Geldpolitik besteht der Beitrag der Studie in der Identifikation der langfristigen und somit inflations-

⁹ Formal entspricht das Core Money Wachstum dem Ausdruck $(\Delta\bar{m} - \lambda\Delta\bar{y})$. Dabei ist $\Delta\bar{m}$ das trendmäßige Wachstum der nominalen Geldmengen, $\Delta\bar{y}$ das Potenzialwachstum des realen BIP sowie λ ein Parameter, welcher einen Trend in der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit bzw. die Einkommenselastizität der Geldnachfrage reflektiert. Siehe Neumann und Greiber (2004).

bestimmenden Komponente des Geldmengenwachstums. Unsere Frequenzanalyse auf der Basis von Euro-Raum-Daten von 1980 bis 2004 hat ergeben, dass diese von Zyklen des Geldmengenwachstums mit einer Länge von etwa acht Jahren und länger bestimmt wird.

Diese Kennzahl darf aber weder als scharfe Grenze noch als exakter Schwellenwert interpretiert werden. **Auf keinen Fall** sollte die Orientierungsgröße von acht Jahren aus der Frequenzanalyse als Zeitangabe für eine Wirkungsverzögerung zwischen Geldmengenwachstum und Preisentwicklung aufgefasst werden.

Der Richtwert bezieht sich vielmehr auf die Frequenz, bei der Geldmengen- und Preisniveaubewegungen eine signifikante Beziehung aufweisen. Er besagt zugleich, dass nur solche Geldmengenbewegungen für die Preisentwicklung bedeutend sind, die den längerfristigen Trend der Geldmenge beeinflussen. Dies trifft natürlich für ganz kurzfristige Schwankungen – also für hohe Frequenzen – in einem sehr viel geringeren Maße zu als für längerfristige Bewegungen der Geldmenge – also für niedrigere Frequenzen.

Wenn die Bundesbank im Lichte ihrer Analysen zur monetären Säule somit erneut bekräftigt, dass die Entwicklung der Geldmenge genau zu beobachten und zu beachten ist, dann bedeutet dies zusammengefasst, dass sie wie die EZB dem längerfristigen Trendwachstum der Geldmenge und den Erwartungen über diesen Trend ein besonderes Gewicht für die Preisentwicklung beimisst.

* * *

Literatur

- Coenen, G. (2003):** Zero lower bound: Is it a problem in the euro area?, in: Issing, O. (ed.): Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy; European Central Bank, Chapter 6.
- Camba-Mendez, G./García, J.A./Rodríguez Palenzula, D. (2003):** Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation; in: Issing, O. (ed.): Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy; European Central Bank, Chapter 4.
- Deutsche Bundesbank (1996):** Vom Wert stabilen Geldes, Geschäftsbericht 1996, S. 82-92.
- Deutsche Bundesbank (2004):** Die Kaufkraftparitätentheorie als Konzept zur Beurteilung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit; Monatsbericht Juni 2004, S. 29-43.
- Galí, J./Gerlach, S./Rotemberg, J./Uhlig, H./Woodford, M. (2004):** The Monetary Policy Strategy of the ECB Reconsidered; Monitoring the European Central Bank 5, CEPR.
- Issing, O. (2003):** Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy; European Central Bank, November 2003.
- Klaeffing, M./Lopez-Perez, V. (2003):** Inflation targets and the liquidity trap; in: Issing, O. (ed.): Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy; European Central Bank, Chapter 7.
- Neumann, M. J. M./Greiber, C. (2004):** Inflation and Core Money Growth in the Euro Area; Deutsche Bundesbank Discussion Paper, No 36/2004.

Deutsche Bundesbank, 04.11.2004

Deutsche Bundesbank, 04.11.2004

Sendesperrfrist: 12. November 2004, 17:00 Uhr

Edgar Meister

Mitglied des Vorstandes
der Deutschen Bundesbank

Auswirkungen von Basel II

insbesondere auf den Mittelstand

Vortrag zur Überreichung der Ehrendoktorwürde

der Universität Lüneburg

am Freitag, den 12. November 2004

– Es gilt das gesprochene Wort –

I

Die Nachrichtenlage über das Verhältnis zwischen dem Mittelstand und den Banken ist weiterhin gemischt.

Auf der einen Seite hört man immer noch die Klagen: Die Banken ziehen sich zurück. Sie zögern mit der Kreditvergabe. Erschwerte Finanzierung gefährdet den Mittelstand und damit den Aufschwung.

Auf der anderen Seite beschäftigen sich die Banken mit Fragen des Mittelstands so intensiv wie selten zuvor. Da werden Rating- und Scoringmodelle entwickelt. Innovative Produkte werden geschneidert: Verbriefungen, Risiko-Pooling, Mezzanine-Finanzierungsstrukturen. Die meisten Banken betrachten den Mittelstand offenkundig als strategisches Kerngeschäft.

Woher kommt diese seltsam gespaltene Wahrnehmung vom Verhältnis Banken zu Mittelstand? Und hat Basel II etwas damit zu tun?

Nun, diese gemischte Evidenz weist zunächst auf einen Strukturwandel in der Unternehmensfinanzierung in Deutschland hin. Manche sprechen sogar von einem Paradigmenwechsel.

Jahrzehnte lang stand der Firmenkredit im Zentrum der Bankgeschäfte. Er war das strategische Produkt schlechthin. Mit ihm galt es am Markt präsent zu sein, Marktanteile zu gewinnen. Er galt zugleich als Magnet, um andere Produkte zu verkaufen. Diese Rolle des Firmenkredits im strategischen Zentrum der Geschäftspolitik der meisten Banken und Sparkassen implizierte, dass die Marge selbst gar nicht so wichtig war. Oftmals dienten sogar das Einlagengeschäft und die Vermögensverwaltung als Quersubventionierung für unzureichend gepreiste Kreditrisiken.

Um nicht missverstanden zu werden: Auch in dieser „alten Welt“ wurden unrentabel oder zu risikoreich erscheinende Kreditwünsche abgelehnt. Auch die alten Banker konnten sehr wohl wirtschaften

und rechnen. Aber der Firmenkredit nahm eben doch eine gewisse „Aristokratenposition“ ein.

Daher röhren ja die heutigen Vorwürfe an die Kreditwirtschaft: Die Fremdfinanzierung der Unternehmen war in Deutschland zu billig, wobei neben der Kreditpolitik der Banken sicherlich auch das Steuerrecht die Fremdfinanzierung der Unternehmen antrieb. Unternehmen können Zinszahlungen als Betriebsausgaben geltend machen, während die Eigenkapitalbildung durch Thesaurierung von Gewinnen steuerlich unattraktiv war. Eigenkapital wurde deshalb teilweise außerhalb des Unternehmens „geparkt“ oder auch „angelegt“.

Warum ist diese scheinbar heile Welt der Unternehmensfinanzierung im Begriff sich substantiell und nachhaltig zu verändern? Nun, die rasante Entwicklung der modernen Finanzmärkte wirkt unter anderem auf zwei wichtige Rahmenbedingungen des Bankgeschäfts. Zum einen ist die Konkurrenz im Einlagengeschäft gravierend härter geworden. Geldmarktfonds, Aktien, Immobilienfonds, Zertifikate mit

verschiedensten Konstruktionsmerkmalen; das sind lediglich Beispiele für die breite Palette an Anlagemöglichkeiten, die den Sparern zur Verfügung steht. In der Konsequenz hat sich die Refinanzierung der Banken strukturell verteuert. Zum anderen sind viele größere, kapitalmarktfähige Unternehmen schon vor einiger Zeit quasi aus dem System ausgebrochen. Ihre Finanzierung beruht immer stärker auf Anleihen; zudem ist sie häufig international ausgerichtet.

Damit haben die Banken von zwei Seiten Spielräume in der Preissetzung verloren. Die Konkurrenz im Einlagengeschäft erschwert die Quersubventionierung des Firmenkredits. Und hinsichtlich des Kreditrisikos der großen kapitalmarktfähigen Unternehmen haben die modernen Finanzmärkte für Corporate bonds oder für Kreditderivate die Preissetzung übernommen.

In der Folge kann der Firmenkredit seine herausgehobene Position nicht länger behalten. Er muss sich heute selbst rechnen; als Produktklasse, aber auch als einzelne Kreditbeziehung. Dies öffnet den

Weg für moderne Kategorien wie risikoorientiertes Pricing, Konditionspreizung, Differenzierung. Dieser Strukturwandel ist unumkehrbar.

Basel II hat diesen Strukturwandel nicht ausgelöst. Im Gegenteil, die neuen Eigenkapitalanforderungen sind selbst ein Ausdruck veränderter Finanzmärkte. Aber Basel II prägt gleichwohl den Prozess. Es hat den anfangs noch zögerlichen Trend zu mehr Risikoorientierung in eine Form gegossen und zugleich Orientierungen gegeben.

Und vor allem hat Basel II den Prozess verbreitert. Er erfasst nicht nur Großbanken mit ihren meist ohnehin bereits hoch entwickelten Risikosteuerungssystemen, sondern das gesamte Kreditgewerbe.

Hierin liegt vielleicht der größte Vorteil für den Mittelstand. Denn mehr als 2000 Banken und Sparkassen werden eingebunden, die sich an der flächendeckenden Versorgung mit Kredit und Bankdienstleistungen beteiligen. Dies schafft die Grundlage dafür, dass sich der Mittelstand zu fairen Bedingungen finanzieren kann.

Unglücklicherweise treffen Basel II und der strukturelle Wandel an den Finanzmärkten jedoch zusammen mit hartnäckigen Wachstumsproblemen in Deutschland seit Mitte der neunziger Jahre. Diese sind hauptsächlich Folge erheblicher Lasten aus drei unabhängigen Prozessen: der deutschen Wiedervereinigung, der demographischen Entwicklung und der Globalisierung. Jeder dieser drei Prozesse wäre mächtig genug, die deutsche Wirtschaft vor gewaltige Herausforderungen zu stellen. In der Summe stellen sie für die Kreditwirtschaft ein erhebliches Störpotenzial dar, das sich unter anderem in den deutlich gestiegenen Einzelwertberichtigungen der letzten Jahre widerspiegelt.

Die verstärkte Risikoorientierung fällt ausgerechnet in eine Phase erhöhter Kreditrisiken insbesondere im Mittelstand; nicht zuletzt aufgrund der starken Abhängigkeit des Mittelstands von der Inlandskonjunktur. Die Insolvenzstatistik spricht Bände. Die Anzahl der insolvent gewordenen Unternehmen mit 0 und 5 Beschäftigten stieg

massiv an: von knapp 16.000 im Jahre 2001 (über 23.500 im Jahre 2002) auf über 27.000 im letzten Jahr. Dies ist ein Anstieg um mehr als 70 % innerhalb von zwei Jahren!

Der strukturelle Wandel und die Umsetzung von Basel II werden also derzeit überlagert von einer Insolvenzwelle, wie sie kaum zuvor zu beobachten war. Basel II muss deshalb manchmal als „Prügelknabe“ herhalten für Adjustierungen der Kreditpolitik an eine veränderte Risikolage.

Hinzu kommt die Heterogenität des Mittelstands. Mittelstand ist ziemlich viel. Da gibt es die Gruppe der Kleinunternehmer, Handwerker und Selbständigen. Diese Gruppe wird erst nach und nach von den Basel II-Prinzipien erfasst wie: Rating, Transparenz, Kommunikation, Risikodifferenzierung. Diese Unternehmer sind vor allem damit konfrontiert, dass die Banken und Sparkassen auf gestiegene Risiken und verschlechterte Bonität reagieren, beispielsweise indem sie mehr Sicherheiten fordern oder gar Kreditwünsche ablehnen.

Bei den größeren Mittelständlern hingegen gehört das bankinterne Rating inzwischen bei vielen Banken schon zum Standard-Repertoire. Die Ergebnisse werden analysiert. Kreditkonditionen werden als Ergebnis der Risikoeinschätzung wahrgenommen. Höhere Risiken müssen wohl eine Margenausweitung, aber nicht unbedingt eine Kreditabsage erfahren. Dies alles ist ökonomisch sinnvoll und im Wettbewerb geboten.

Deshalb verwundert es nicht, dass praktisch alle Umfragen zum Kreditklima und zur Zufriedenheit des Mittelstands mit seinen Banken das gleiche Ergebnis liefern: Je kleiner die Unternehmen, um so kritischer sehen sie die Banken. Es mag paradox oder gar provokant klingen: Wir haben vielleicht nicht zuviel, sondern eher zu wenig Anwendung von Basel II. Wo die Prinzipien von Basel II heute schon greifen, hat sich das Verhältnis von Mittelstand und Banken weitgehend entspannt.

II

Was bringt Basel II für die Unterlegung von Krediten an Unternehmen mit Eigenkapital? Technisch gesehen differenziert Basel II stärker; zum einen nach Bonität und zum anderen nach Unternehmensgröße.

Der erste Teil ist leicht zu verstehen. Mehr Differenzierung nach Bonität heißt, dass ein höheres Risiko des Kreditnehmers zu einer höheren Eigenkapitalanforderung führt. Die bisherige Pauschalunterlegung mit 8 % Eigenkapital für Kredite an Unternehmen wird ersetzt durch eine risikosensitive Funktion, die von der Ausfallwahrscheinlichkeit des Kreditnehmers abhängt. Da mittelgroße Unternehmen im Durchschnitt eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit als Großunternehmen aufweisen, würden Mittelstandskredite im Durchschnitt mit höheren Mindesteigenkapitalanforderungen belastet als Kredite an Großunternehmen. Schlechtere Konditionen für Kredite an den Mittelstand wären die wahrscheinliche Folge.

Dem steht jedoch ein so genannter Korrelationseffekt gegenüber.

Einfach gesprochen: Ausfälle von Großunternehmen treten besonders stark in Schüben oder in Wellen auf. Oder etwas technischer:

Der Mittelstand ist dem systematischen Teil des Kreditrisikos, der vor allem vom Konjunkturverlauf bestimmt wird, weniger ausgesetzt als Großunternehmen. Dieses systematische Risiko ist aber gerade jener Teil des Kreditrisikos, der mit Eigenkapital zu unterlegen ist. Denn die Bank kann sich diesbezüglich nicht durch Diversifikation schützen.

Um diesen Gedanken in Basel einzubringen, bedurfte es umfangreicher Untersuchungen. Die zehnjährigen Ausfallhistorien von rund 13.000 Unternehmen wurden analysiert. Dabei wurden die Unternehmen mit Hilfe eines Bonitätsscores in Klassen unterteilt und der Korrelationsparameter für jede einzeln geschätzt. Es zeigte sich in der Tat, dass die Korrelation mit dem systematischen Risiko tendenziell mit der Größe des Unternehmens ansteigt.

Diese zu weiten Teilen in und von der Bundesbank durchgeföhrten empirischen Arbeiten lieferten die wissenschaftliche Begründung dafür, eine Mittelstandskomponente in das Regelwerk einzubauen. Sie entlastet nicht nur den Mittelstand, sondern erhöht zugleich die Risikosensitivität der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen. Die deutschen und die italienischen Vertreter im Ausschuss konnten, aufbauend auf den Forschungsergebnissen, konkrete Vorschläge in die Baseler Arbeitsgruppen einbringen. Dies ist ein besonders wichtiges Beispiel für die zunehmende Bedeutung empirischer Studien beim Design und bei der Überprüfung regulatorischer Anforderungen. Es unterstreicht zugleich, wie wichtig es ist, dass die Bankenaufsicht über ein hohes Forschungs-Know-how verfügt und mit der Wissenschaft eng zusammenarbeitet. Mir war diese Zusammenarbeit immer ein großes Anliegen. Deshalb habe ich das Entstehen von Forschungskooperationen stets vorbehaltlos unterstützt und kann heute stolz sagen, dass sich unsere Mitarbeiter auch im akademischen Diskurs nicht zu verstecken brauchen.

Basel II definiert Mittelstand als Unternehmen mit einem Jahresumsatz bzw. einer Bilanzsumme von unter 50 Mio. Euro. Darunter fallen in Deutschland mehr als 99 % aller Unternehmen. Unterhalb dieser Schwelle gilt für einen Kredit in der Forderungsklasse "Unternehmen" eine flachere Risikogewichtungsfunktion, abhängig vom jeweiligen Jahresumsatz des Mittelständlers. Unsere Analysen für Deutschland haben ergeben, dass sich allein durch die großenabhängige Abflachung der Risikogewichtskurve die Eigenkapitalanforderungen für Kreidte an mittelständische Unternehmen um 17% verringern. Bleibt das Kreditvolumen der Bank gegenüber dem Schuldner unter 1 Mio. Euro und wird das Engagement ähnlich wie Retail gesteuert, so kann der Kredit sogar der Forderungsklasse „Retail“ zugeordnet werden. Dann erhält er, unabhängig von der Höhe des Jahresumsatzes, bei jeder Ausfallwahrscheinlichkeit ein um 25 % niedrigeres Risikogewicht als ein Unternehmenskredit. Rund 90 % aller Kreditforderungen an mittelständische Unternehmen werden von dieser Entlastung profitieren.

Weitere Neuerungen kommen dem Mittelstand zugute. Basel II erweitert den Katalog der anerkennungsfähigen Methoden zur Minde rung des Kreditrisikos um mittelstandstypische Sicherheiten wie Si cherungsübereignung und Abtretung von Forderungen aus Lieferun gen und Leistungen.

Die im Regelwerk angelegten Erleichterungen für den Mittelstand werden auch durch die bisher durchgeführten Auswirkungsstudien bestätigt. „QIS“ steht dabei beileibe nicht für ein Ratespiel, sondern ist die Abkürzung für Quantitative Impact Study. Bei der dritten Stu die dieser Art, die wir im Frühjahr 2003 abgeschlossen haben, wurde bereits deutlich, dass von Basel II keine Gefährdung für die Finan zierung des Mittelstandes ausgehen wird. Vielfach wird es – aller dings abhängig vom individuellen Risiko der Forderungen – sogar geringere Eigenkapitalanforderungen für Mittelstandskredite geben als bisher. Profitieren werden insbesondere die Banken, die über ein starkes Retail-Geschäft verfügen und vor allem Kredite an kleinere

Unternehmen vergeben. Einer Neubesinnung der Banken und Sparkassen auf das Kreditgeschäft mit kleinen und mittelständischen Unternehmen steht Basel II jedenfalls nicht im Wege – ganz im Gegenteil. Basel II kann dazu beitragen, die Kreditversorgung angebotsseitig zu verbessern.

Seit der QIS 3 sind die Diskussionen fortgeschritten. Wurde die Eigenmittelunterlegung dort noch auf erwartete und unerwartete Verluste bezogen, so ist man mittlerweile in Basel übereingekommen, die Kalibrierung nur noch auf Basis der unerwarteten Verluste durchzuführen. Auch dieser Vorschlag stammt übrigens ursprünglich aus Deutschland. Die erwarteten Verluste hingegen werden künftig den Wertberichtigungen gegenübergestellt, die ja eigens dafür gedacht sind, Vorsorge für erwartete Verluste zu treffen. Unter- bzw. Überdeckungen werden bei der Berechnung der regulatorischen Kapitalquoten berücksichtigt.

Eine so gravierende Änderung verlangt natürlich geradezu nach einer neuen Abschätzung der Auswirkungen. Auf die QIS 3 folgt die QIS 4. Mit 170 teilnehmenden Instituten haben wir ein großes Teilnehmerfeld, das uns mit hoher Wahrscheinlichkeit aussagekräftige und repräsentative Ergebnisse liefern kann. Das große Interesse seitens der Institute an dieser freiwilligen Studie ist übrigens auch Spiegelbild der ernsthaften Bemühungen der deutschen Kreditwirtschaft um eine möglichst optimale Vorbereitung auf das neue Eigenkapitalregime. Außerdem spielt die QIS 4 eine wichtige Rolle nicht nur für die endgültige Kalibrierung von Basel II, sondern auch als Generalprobe für den so genannten „Parallellauf“. Jeweils ein Jahr vor Inkrafttreten des gewählten Ansatzes – das heißt ab Ende 2005 für Standard- und Basis-IRB-Ansatz und ab Ende 2006 für den Fortgeschrittenen IRB-Ansatz – sind die international aktiven Banken aufgefordert, die Eigenmittelanforderungen sowohl nach geltendem Recht als auch nach den neuen Regeln zu ermitteln. Durch einen Ergebnisvergleich sollen bei allen Unsicherheiten, die ein konzeptionell wesentlich erneuertes

Regelwerk mit sich bringt, strukturelle Brüche in den Mindesteigenmittelanforderungen im Gesamtsystem verhindert werden.

Die Bundesbank spielt bei diesen Analysen eine gewichtige und weit über Deutschland hinausreichende Rolle. Sowohl die für die Kalibrierung der Risikogewichtsfunktionen als auch die für die Analyse der QIS-Ergebnisse auf G 10-Ebene zuständige Arbeitsgruppe werden von Mitarbeitern der Bundesbank geleitet. An der Erarbeitung der Erhebungsbögen für die QIS wirkte die Bundesbank federführend mit. Auch das spricht für den hohen Standard dieser Analysen.

Welches Ergebnis wird die QIS 4 bringen? Darüber schon jetzt zu spekulieren, mag verfrührt sein. Aber es erscheint nicht unwahrscheinlich, dass das verbesserte gesamtwirtschaftliche Umfeld auch zu einer weiteren Senkung der Mindesteigenmittelanforderungen für kleine und mittelgroße Unternehmen beigetragen haben dürfte. Auch die Abweichungen zu den anderen Staaten, die noch in der QIS 3

beobachtet wurden, sollten aus dem gleichen Grund geringer ausfallen. Allzu gravierende Veränderungen sollten indes ausbleiben.

III

Basel II sollte aber nicht allein auf diese quantitative und letztlich stark technische Ebene reduziert werden. Die eigentliche Bedeutung von Basel II liegt darin, zu einem aufgeklärten Umgang mit Risiko zu kommen; und zwar durchaus beide Seiten: Banken und Kreditnehmer. Die Banken müssen das Kreditrisiko möglichst exakt messen und adäquat bepreisen. Aber auch die Unternehmen müssen verstehen, dass ihr Risiko eine wichtige Preiskomponente darstellt, die man sehr wohl beeinflussen kann.

Diese neue Kreditkultur löst einen Anpassungsprozess aus. Die Banken müssen differenzierte Ratingmodelle entwickeln und anwenden. Für die Großbanken war das sicherlich keine neue Botschaft. Ein ausgefeiltes Risikomanagement ist bereits heute ein entscheidender

Faktor im Wettbewerb der international tatigen Großbanken, und nicht zuletzt auch im Urteil der mächtigen Ratingagenturen.

Bei den kleineren Banken war das zu Beginn der Debatte um Basel II weniger klar. Die Fragen der Kosten und des Wettbewerbs standen im Raum. Erfreulicherweise haben dann die Verbnde die Initiative ergriffen und die Entwicklung von Risikomodellen zurecht als typische Verbundaufgabe identifiziert. Damit können Skaleneffekte genutzt werden.

Die Möglichkeiten für kleinere Kreditinstitute, bankinterne Ratings einzusetzen, war übrigens der Bundesbank sehr wichtig. Auch deshalb haben wir im Rahmen des Baseler Prozesses den intensiven Kontakt zu allen Verbänden gepflegt. Wir wollten kein Gefle im Risikomanagement, das allein ein Ergebnis der Gre dieses Instituts wäre. Wir waren immer gegen Vorstellungen, interne Ratingmodelle seien nur etwas für große Banken. Die Figkeit zur Risikobeurteilung gehört zum fundamentalen Know-how des Kreditgeschäfts. Wir

hätten es als sehr nachteilig erachtet, wenn man – aus falsch verstandenem Schutz – die kleineren Banken vom Trend der stärkeren Risikoorientierung hätte abkoppeln wollen. Heute kann man sogar sagen, dass das Überschwappen moderner Methoden des Risikomanagements auf viele kleinere Banken vielleicht die weitreichendste Implikation von Basel II überhaupt ist.

Interessanterweise hat sich ja die Debatte um die Auswirkungen auf den Bankenwettbewerb umgedreht. Am Anfang dominierte die Sorge, die kleinen Banken würden wegen der hohen Kostenbelastung benachteiligt. Heute beginnt in manchen Ländern, die das Konzept von Basel II nur auf die großen internationalen Banken anwenden wollen, eine Debatte, inwieweit dies im Mittelstandsgeschäft die Wettbewerbsposition der lokalen Banken gegenüber den Großbanken beeinträchtige.

Die Messung des Risikos und das Einfließen der Risikoabschätzung in die Kreditkonditionen setzen qualitative Daten und andere Informa-

tionen voraus. Der Mittelstand als Kreditnehmer ist gefordert, sich zu öffnen und belastbare Informationen bereitzustellen. Dies ist nicht nur eine Sache des guten Willens oder der Kooperationsbereitschaft.

Oftmals entdecken kleinere Unternehmen, dass ihre betriebswirtschaftlichen Instrumente nicht hinreichend entwickelt sind. So setzt Transparenz voraus, dass das Rechnungswesen zeitnahe und aussagekräftige Daten liefern kann. Die Grundlagen der Unternehmenssteuerung müssen funktionieren. Dies gilt vor allem in schwierigen Zeiten. Zumindest für die größeren mittelständischen Unternehmen, die nicht unter Retail fallen, wären auch Instrumente der strategischen Planung hilfreich wie Markt- und Wettbewerbsanalysen, Finanz- und Liquiditätsplanungen sowie Stärke- und Schwächenanalysen.

Eine besonders wichtige Rolle für die Ratings spielt neben der Ertragslage die Eigenkapitalquote. Sie liegt in Deutschland bekanntlich relativ niedrig, selbst wenn man Abstriche in der Vergleichbarkeit

machen muss z. B. aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungsvorschriften. Rund ein Drittel der mittelständischen Unternehmen hat weniger als 10 % Eigenkapital (Creditreform).

Derzeit laufen erhebliche Anstrengungen bei Banken und Sparkassen, neue Finanzprodukte zu entwickeln und anzubieten. Sog. Mezzanine können dazu beitragen, Eigenkapitallücken zu schließen, ohne unternehmerische Mitentscheidung zu implizieren. Natürlich stößt die Diversifikation der Unternehmensfinanzierung auch an Grenzen, zumal bei den kleineren Unternehmen. Der Bankkredit wird – neben der Innenfinanzierung – die wichtigste Quelle bleiben. Gleichwohl müssen sich viele Mittelständler dem Thema Stärkung der Eigenkapitalausstattung stellen.

Interessanterweise halten fast drei Viertel der mittelständischen Unternehmen ihr Rating, das ihre Hausbank anfertigt, für angemessen. Über 60 % der Unternehmen planen oder realisieren gleichwohl

Maßnahmen, um dieses Rating zu verbessern.¹ Das sind beeindruckende Zahlen. Basel II kann tatsächlich zu einem Fitnessprogramm werden; und zwar nicht nur für die Banken, sondern auch für den Mittelstand.

Basel II unterstützt eine neue Kreditkultur. Beide – Banken und Mittelstand – gehen bewusster mit dem Kreditrisiko um. Die Transparenz auf beiden Seiten nimmt zu. Das Unternehmen öffnet sich und liefert Daten. Die Bank wiederum erläutert ihre Ergebnisse und weist auf Schwachstellen und Verbesserungsmöglichkeiten hin. Dieser Kommunikations- und Austauschprozess schafft eine neue Grundlage für eine vertrauensvolle Hausbankbeziehung. Das Hausbankprinzip steht vor einer Renaissance.

Das muss nicht zwangsläufig bedeuten, dass die Abhängigkeiten zunehmen. Je mehr Transparenz ein Unternehmen wagt, um so niedri-

¹ KfW: Auswertung der Unternehmensbefragung 2003/04; Seite 72 f.

ger sind die Barrieren für einen Wechsel der Bankbeziehung und um so besser ist seine Verhandlungsposition.

IV

Von Basel II gehen also direkte Effekte auf die Mittelstandsfinanzierung aus: durch das Regelwerk, aber auch durch die angestoßenen Veränderungen in der Kreditkultur.

Darüber hinaus bestehen indirekte Effekte. Basel II wird das Banksystem insgesamt stabiler machen und stärken. Zum einen, weil ein fortschrittlicheres Risikomanagement den Banken hilft, Risiken einzuschätzen und eine Verschlechterung der Risikolage schneller zu erkennen. Zum anderen, weil Fehlanreize beseitigt werden. Die bisherige pauschale Unterlegung von Unternehmenskrediten mit 8 % Eigenkapital hat die Banken dazu verleitet, zu viele schlechte Risiken in den Büchern zu halten bzw. solche Risiken nicht angemessen zu bepreisen.

Ein starkes, stabiles Bankensystem kommt allen zugute. Denn eine angemessene Kreditversorgung braucht leistungsfähige und ertragreiche Banken. Übrigens brauchen Banken (wie auch andere Unternehmen) eine positive wirtschaftliche Entwicklung und eine Perspektive für Wachstum und Investitionen.

Leider herrscht konjunkturbedingt in Deutschland nach wie vor eine nur geringe Kreditnachfrage. Sie ist weiterhin der dominante Faktor für die anhaltend schwache Entwicklung der Kreditbestände. So sinkt beispielsweise der Kreditbestand an das Verarbeitende Gewerbe weiter, zuletzt mit einer Jahresrate von rund 7,5 %.

Auf der Angebotsseite, bei den Banken, haben die Indikatoren für die Bereitschaft zur Kreditvergabe mittlerweile gedreht. Nach dem Bank Lending Survey der EZB haben die deutschen Banken ihre Kreditstandards für Firmenkredite zuletzt nicht mehr verschärft (2. Quartal 2004). Dies deckt sich mit den Resultaten aus der halbjährlichen

Umfrage des ifo-Instituts im Verarbeitenden Gewerbe zur Lage auf dem Kreditmarkt. Das sog. Kreditklima misst, wie bereitwillig die Banken aus Sicht der Unternehmen Kredit geben. Es ist zum zweiten Mal in Folge angestiegen (August 2004). Eine angebotsseitige Kreditklemme liegt meines Erachtens nicht vor. Statt dessen haben eine Reihe von Banken durch Abbau der Risikoaktiva sehr wohl in ihrer Bilanz „Platz geschaffen“ für Neugeschäft.

Der Mittelstand wird auch weiter von einem hohen Bankenwettbewerb profitieren können. Basel II hat sehr darauf geachtet, den Bankenwettbewerb nicht zu verzerrn. Gerade viele kleinere Banken mit ihren besonderen regionalen Kenntnissen und Schwerpunkten sind wichtig für ein angemessenes Kreditangebot an den Mittelstand.

V

Ich sehe insgesamt drei wichtige Botschaften, die Basel II für den Mittelstand parat hat. Erstens: Basel II enthält attraktive, aber den-

noch risikogerechte Regeln für die Kapitalunterlegung von Krediten an den Mittelstand. Das Mittelstandsgeschäft der Banken sollte dadurch gestärkt werden. Zweitens: Basel II setzt für Banken *und* Mittelstand wichtige Anreize, bewusster mit dem Risiko umzugehen; und zwar gemeinsam als Partner. Die Hausbankbeziehung wird dadurch eine Renaissance erleben. Und drittens: Basel II erhält und verbessert sogar wichtige Rahmenbedingungen; insbesondere die Stabilität und die Vielfalt im deutschen Bankensystems. Gerade Letzteres dürfte für den Mittelstand ein wichtiges Gut sein.

Ist das viel oder wenig? Diese Antwort müssen wir dem Markt überlassen. Bedenken Sie: Basel II ist kein wirtschaftspolitisches Förderprogramm. Es beinhaltet weder Subventionen noch Privilegien. Es will vielmehr ein faires Regelwerk sein, das letztlich der gesamten Wirtschaft Nutzen stiftet.



Embargo: 19 November 2004, 04:15 p.m. CET

Professor Axel A Weber
President
of the Deutsche Bundesbank

Stability and growth

Closing Remarks at the
European Banking Congress
in Frankfurt
on 19 November 2004

– Check against delivery –

1 Introduction

Ladies and gentlemen

Although I have been entrusted with delivering today's closing remarks, I am unwilling to say goodbye to Lisbon.

The Lisbon agenda started off as a visionary project in March 2000, which was at the very peak of the hype surrounding the New Economy, the pinnacle of irrational exuberance in the stock market — if I may refer thus to Alan Greenspan —, and the high point of overconfidence. At times like those, visions tend to become oversized — which is fine for visions.

European Monetary Union started off once as a seemingly oversized vision, too. The original plan was aired as early as 1970. From then on, it took more than 30 years before you could feel the change in your pocket. Now that we are almost six years into the euro era, we can safely conclude that the euro was a vision worth pursuing. The vision of a stable single European currency has come true.

The Lisbon project basically aims at boosting the EU member states' potential for dynamic growth. Progress towards the Lisbon goal hinges crucially on the efforts of national governments. For keeping up spirits during the nitty-gritty of making this vision become reality, European leaders need, as the Kok report rightly states, "to instil (the) hope that tomorrow will be better than today". This visionary stance contrasts sharply with the present reality, where there is a prevalent, rather vague sense of Europe being an underachiever.

2 Institutional foundations of stability

The two big European visionary projects — EMU and the Lisbon agenda — are interrelated. First, reinvigorating the growth dynamics in Europe is crucial for fully exploiting the potential of a stable single currency. Second, sustainable economic growth requires more than Lisbon-style reforms; price stability is of the essence for sustainable economic growth. Stability and growth go hand in hand.

Stability must be safeguarded by a cleverly designed institutional framework that generates proper incentives. I very much welcome the fact that this year's Nobel Prize for Economics rewards theoretical research on the importance of a sound institutional setting. It should come as a useful and timely wake up-call for those who are, in effect, contemplating watering down the institutional foundations of the euro's stability.

Reforming the Stability and Growth Pact under the pretext of rendering it more growth-friendly would be the wrong path to take. There is no such thing as the alleged trade-off between economic growth and fiscal prudence! Nor is the budgetary discipline to be guaranteed by the Stability and Growth Pact a hardship that central bankers wish to impose on finance ministers. Budgetary discipline is a "must" in a monetary union of sovereign states. That is because the consequences of fiscal misbehaviour would have to be borne by all the participants in the form of higher interest rates — which in itself might weigh on growth. In history, currency unions used to fail due to a lack of fiscal commitment. Fiscal rules are of the essence, and they need to promote sustainable fiscal positions.

The Maastricht Treaty enshrines the core fiscal rules of the EU: the obligation to avoid excessive deficits, the practice of budgetary surveillance, and the excessive deficit procedure. The Stability and Growth Pact clarifies these rules and puts them in more concrete terms: member states have committed themselves to the aim of achieving budgetary positions close to balance or in surplus and to submitting to annual stability (or convergence) programmes. Rules need to be straightforward, transparent and binding. In its present shape, the Stability and Growth Pact is straightforward and transparent. Its Achilles heel lies in its unsatisfactory lack of binding character in practice.

3 Changes to the Stability and Growth Pact

Let me comment briefly on the changes now envisaged for the Stability and Growth Pact. This week the ECOFIN Council discussed the "strengthening, clarification and better implementation" of the Pact. The new framework is scheduled to be finalised in spring

2005. The debate keeps on going under its own momentum, and new proposals are constantly being ventilated.

Against this backdrop, it may be worthwhile recalling the basic economic idea behind the Stability and Growth Pact: Sound public finances are to prevent the emergence of conflicts between monetary and fiscal policies right from the outset. The state of sound public finances is characterised by a balanced budget and a low level of public debt. This state of sound public finances is to be realised as soon as possible. Nobody has ever refuted the underlying economic rationale of the Stability and Growth Pact. Thus, the Pact suffers from neither a lack of economic reasoning nor a lack of clarity.

For a monetary policymaker committed to stability, the ongoing debate on revising the Stability and Growth Pact is utterly uninspiring. Placing greater weight on the long-term sustainability of public finances sounds reasonable; however, this provision should not be used as a "back door" for introducing all kinds of exceptions. Discriminating between good and bad types of expenditure is of no help either. I have serious misgivings about any endeavours to loosen the obligation to trim excessive deficits in a speedy manner and about tolerating excessive deficits in periods of economic stagnation or low growth.

Overall, the debate on reforming the Stability and Growth Pact has the air of reshaping the rules to fit current fiscal practice — instead of reshaping fiscal practice to fit the pre-agreed rules.

Basically, the proposals now under discussion amount to substituting discretion for rules. The implications of this paradigm shift must be borne in mind: heightened complexity, reduced transparency, and discarding the principle of equal treatment. Abandoning rules in favour of discretion would represent a major step backwards. EMU was once meant to be placed on a solid institutional foundation instilling credibility. Rewriting the Pact as envisaged would deal another blow to the credibility of the fiscal framework of the monetary union. From the viewpoint of a monetary policymaker committed to stability, the envisaged change to the nature of the Stability and Growth Pact would not yield any major benefits. It could, however, come at a great cost.

4 Fiscal policy and structural reforms

The growth policies agreed on in the Lisbon agenda are, amongst other things:

- the completion of the internal market,
- stimulating competition and deregulating the product markets,
- reforms improving flexibility in the labour market,
- generating a climate conducive to entrepreneurial activity, to research and development.

I very much support this agenda. I do, however, not support proposals which, with reference to the Lisbon agenda, suggest that expenditure related to growth policies should be disregarded when calculating the deficit. In my view, using the Lisbon agenda as an excuse for weakening the Stability and Growth Pact amounts to upending conventional economic wisdom. The correlation between debt and deficits, on the one hand, and economic growth, on the other, is negative. Never in economic history have spendthrift policies produced sustainable growth. The opposite is true, and all the more so as all European countries have to brace themselves for sharply rising fiscal costs resulting from the pending demographic shift in an ageing society. Loosening budgetary discipline is no viable option for promoting economic growth. On the contrary, it would undermine the long-term sustainability of fiscal positions and thereby weigh heavily on future growth.

Public finances in Europe are already characterised by a large sustainability gap. Future pension obligations in most countries are several times higher than the explicit debt burden revealed in the national accounts. By a very rough calculation, it would, for example, take Germany three and a half years' output to honour its combined explicit and implicit debt. If future generations are to handle this sizeable burden — in Germany as well as elsewhere — there is, first, no way of getting around a tough course of fiscal consolidation, which has to be augmented, second, by coherent policies to lift growth potential — as agreed on in the Lisbon agenda.

I appreciate the fact that, last year, Germany directed its attention to structural reforms in the spirit of the Lisbon agenda — even if this was driven more by the “push” of persistent economic stagnation than by the “pull” of the Lisbon vision. Under the Federal

Government's "Agenda 2010", labour market flexibility has been improved in terms of the institutional framework, collective wage bargaining agreements and working hours. Reforms in the social security systems have been enacted and will help to contain the implicit debt burden. Among the remaining tasks, priority status should be given to untying the link between labour costs and social security and to raising the statutory retirement age.

5 Concluding remark

Stability and growth go hand in hand. The Lisbon agenda and the Stability and Growth Pact complement each other in lifting the EU's growth potential. Both are needed and we should not say goodbye to either of them.

* * *

Professor Dr. Hermann Remsperger

Member of the Executive Board
of the Deutsche Bundesbank

Research matters

"SDGE models and the financial sector"

Technical University of Darmstadt and Deutsche Bundesbank

26 - 27 November 2004

Eltville

Page 1 of 6

I am often asked what role the Deutsche Bundesbank will be playing – in five or ten years' time – not just in the Eurosystem but internationally as well. My answer is always the same. Over the longer term the importance of the Bundesbank will to a large extent depend on how we position ourselves in the field of research.

I am not saying that because so many distinguished researchers are gathered here today. Nor am I saying it because I am responsible for our research centre.

No, I want to emphasise the role of research because in the field of monetary policy, we are faced time and again with new questions which call for theoretically and empirically founded answers. At the same time there are the familiar old problems such as the stability of the demand for money, which have to be continually re-analysed.

This strive for knowledge is gaining importance also because the influence of National Central Banks within the Eurosystem depends predominantly on the weight of their arguments.

The meetings of the ECB Governing Council are not a debating club for doves and hawks where everyone knows in advance what the others are going to say

about interest rates. It is precisely at monetary policy meetings that one has to have a very good idea of where the wind is blowing from in terms of research.

So it comes as no surprise that two focal points of our research agenda are closely tied to monetary policy considerations. One is dedicated to "Goals and effects of monetary policy". In the context of the monetary transmission process, for instance, we examine the influence of corporate heterogeneity on the effects of monetary policy. In addition, we concentrate on the role of output gaps, exchange rates and monetary aggregates in monetary policy.

The other focal point is concerned with analysing how monetary policy is influenced by several long-term developments in the real sector of the economy. Globalisation of production is one of many examples in this area. Research papers on labour and capital supply as well as on potential growth are further important examples.

However, I do not want to create the impression that central banks are only concerned with monetary policy or with the next interest rate decision. As a rule, central banks direct their attention to both price stability and the stability of the financial system as both subjects are very much intertwined. In my opinion, this simple observation has far-reaching implications for a central bank's research programme.

If a central bank's research is to develop on well-organised lines, it has to be "from the top down", with the objectives as the primary focus. You all know, that price stability has long been established as the first objective of central banks and therefore price stability has been and will remain the first objective of central bank research. As I see it, financial stability has now become the second top issue for central bank research.

Alongside and in cooperation with other departments, our research centre takes an active role in this field. For example we look at the implications of changes in the German financial system for financial stability, the implementation of lending of last resort functions and the link between the soundness of the banking system and its credit supply.

In addition, other projects are dedicated to the role of financial intermediaries in the business cycle in Germany. Furthermore, we investigate the best framework for implementing stress tests for the financial system in Germany. On top of this there is no doubt that the financial stability issue has a very important international dimension, which is a big challenge for further research.

Last but not least our research concentrates on the refinement of econometric models and forecast methods. In this regard, we are particularly interested in promoting the development of "dynamic stochastic general equilibrium models" for the use within the Bundesbank. These models have become a backbone of theoretical as well as empirical analysis.

In modern economic research these approaches provide a consistent framework which connects theoretical foundation with empirical evidence. We at the Bundesbank are aware of the necessity to include these methods in our tool box of economic methods.

Consequently, our research programme contains several projects which will use general equilibrium models. As an example, based on earlier papers by Jana Kremer, Giovanni Lombardo and Thomas Werner, the interaction between monetary and fiscal policy, is to be illustrated in more detail. Another project will deal with the cyclical behaviour of beliefs in DSGE models.

The sheer scope of these research topics constitutes a major challenge for research management. Essentially, this is a matter of how research within a central bank is to be organised. I believe research centres like ours at the Bundesbank are essential for creating synergy effects.

But let me also emphasise how much we appreciate the support of our external research professors. They are Professor Jörg Breitung of Bonn and Professor Harald Uhlig of Berlin. We have already benefited a lot from their advise and hope for further fruitful collaboration. And we also benefit from our research council which follows our work with a critical eye and makes valuable recommendations.

Among the members of the research council are Jürgen von Hagen, Martin Hellwig und Manfred J M Neumann. Both Peter Kugler and Axel Weber have now left the council. Peter Kugler's successor is Professor Jürgen Wolters of Berlin. And our President has been succeeded on the research council by Charles Goodhart. Given this council membership I am sure you will agree with me when I end by saying that research really matters at the Bundesbank.

Against this background, I am very pleased to welcome you to this workshop on dynamic stochastic general equilibrium models and the financial sector. The workshop is being hosted by our Economic Research Centre together with economists from the Technical University of Darmstadt.

* * *



Professor Dr. Axel A. Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

Entwicklungstendenzen des Finanzplatzes Deutschland

Festansprache zur Amtseinführung
des neuen VÖB-Präsidenten
in Berlin
am 30. November 2004

– Es gilt das gesprochene Wort –

1 Begrüßung

Am Anfang möchte ich mich zunächst für die Einladung bedanken. Es ist mir eine besondere Freude und Ehre, diese Festansprache zu halten. Auch danke ich Ihnen, Herr Sauer, im Namen des Vorstands der Deutschen Bundesbank für die gute Zusammenarbeit in den vergangenen Jahren.

Es gibt einen **regelmäßigen Austausch** zwischen dem Vorstand des Bundesverbandes Öffentlicher Banken und dem der Bundesbank. Wir legen Wert auf Ihre Meinung und wollen den gemeinsamen Gedankenaustausch auch gerne in Zukunft fortsetzen.

2 Internationale Trends im Finanzwesen

Meine Damen und Herren,
die **Entwicklungstendenzen des Finanzplatzes Deutschland** hängen stärker von internationalen Entwicklungen ab als die nationale Debatte manchmal suggeriert.

Erstens, Deutsche Banken verfügen mit knapp 2,5 Billionen US-Dollar über die höchsten **Auslandsforderungen** aller Bankensysteme weltweit.¹ Zweitens, Deutschland ist Exportweltmeister und mit führend in der globalen Diversifikation der **Produktionsstandorte** seiner Unternehmen. Banken begleiten diese Internationalisierung aktiv. Damit hängt der Erfolg unseres Finanzplatzes zum guten Teil von der Präsenz international agierender Institute ab. Drittens, eine hohe **Internationalität am Platz** fördert und erhöht den Wettbewerb. Die Internationalität des Finanzstandortes Deutschland ist offensichtlich, der höhere Wettbewerb auch.

Die drei genannten Faktoren mögen genügen, zu begründen, warum ich meine Ausführungen mit den internationalen Trends beginne.

Internationalität bedingt auch, dass die **Finanzsysteme der Industrieländer** in den letzten Jahren **konvergieren** in Strukturen, Instrumenten und in ihrer Performance.

¹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Quartalsberichte, Statistischer

Institutionell zeigt sich diese Konvergenz auch in zunehmenden Verbindungen zwischen Banken, Versicherungen und anderen Finanzinstituten. Bis hin zur Schaffung von **Finanzkonglomeraten** mit Bank-, Investment- und Versicherungsdienstleistungen aus einer Hand,² Stichwort: **Bancassurance**.³

Unter den weltweit größten Finanzinstitutionen stieg der Anteil der Konglomerate von 42 Prozent in 1995 auf 60 Prozent im Jahre 2000.⁴

Seither scheint **dieser Trend zumindest gestoppt**.

Jüngere Studien legen auch theoretische Zweifel an der Größe der Synergieeffekte in Finanzkonglomeraten nahe.⁵

Daneben sehen wir eine ungebremste **instrumentelle Konvergenz**. Immer schneller werden Finanzinnovationen kreiert, zugelassen und kopiert. Dies ist mit ein Erfolg der angewandten Finanzmathematik. Durch neue Methoden zur

Anhang, Tabelle 9 B.

² Fast symbolisch für diesen Trend steht die formelle Aufhebung des Glass-Steagall Act in den USA im Jahre 1999.

³ Vgl. OECD, Financial Market Trends, No. 87, October 2004, S. 65. In den USA manifestierte sich dieser Trend in der Verabschiedung des Gramm-Leach-Bliley Act in 1999, wodurch die Versicherungsgewährung durch Banken erleichtert wurde.

⁴ Vgl. OECD, Financial Market Trends, No. 87, October 2004, S. 64.

⁵ Vgl. OECD, Financial Market Trends, No. 87, October 2004, S. 81.

Berechnung von Risiken und Preisen werden neue Techniken zum Risikomanagement sowie derivative Anlageformen erst ermöglicht.⁶

Die neuen Instrumente tragen zur **Aufweichung der strikten Trennung von intermediierter Anlage und Marktaktivitäten** bei. Denken Sie an die Verbriefungen, Kreditderivate und Risikotransfermöglichkeiten. Der globale Derivatemarkt hat sich von 1997 bis 2003 verzehnfacht!

Schließlich beobachten wir eine **Konvergenz der Performance** in Form eines engeren internationalen Zins- und Risikozusammenhangs.

Die **Gründe für diese zunehmende Konvergenz** der internationalen Finanzsysteme sind somit vielfältig. Überraschend ist die Konvergenz jedoch nicht. Denn die Funktionen des Finanzsystems sind in allen Ländern identisch.

⁶ Der wichtige Beitrag der Finanzmathematik wurde in Form eines Wirtschaftsnobelpreises für Myron S. Scholes und Robert Cox Merton für „*ihre Ausarbeitung einer mathematischen Formel zur Bestimmung von Optionswerten an der Börse*“ im Jahre 1997 gewürdigt.

So stellt sich theoretisch eher die Frage, warum es erst so spät zu einer derartigen Konvergenz gekommen ist. Mögliche Gründe technischer Art sind die Entwicklung von **Finanzinnovationen** und die Fortschritte der **Informations- und Kommunikationstechnologie**, besonders in jüngster Zeit.

Doch die eigentliche Kraft des Wandels ist der intensivere, mittlerweile **globale Wettbewerb** gerade in jüngster Zeit. Praktisch weltweit wurden Finanzsysteme **liberalisiert und dereguliert**. Dabei kann es in der Regel nicht bei einem kleinen Schritt bleiben. Denn schon kleinere Liberalisierungsschritte in stark regulierten Systemen schaffen Arbitragemöglichkeiten. Diese wiederum erzwingen im Lauf der Zeit eine weitere Konvergenz der Regulierung, wie auch übrigens der Besteuerung.

Das Ergebnis sind **internationale Regulierungen** wie Basel II und die Angleichung nationaler Standards bis hin zur Rechnungslegung.

Die Konvergenz wird ferner von der **Internationalität** eines Marktes beschleunigt. Diese wiederum ist bei

neuen Produkten und auf „neuen“ Märkten – etwa in den Transformationsländern – besonders ausgeprägt. In den Neuen Mitgliedsstaaten der EU liegt der Anteil ausländischer Institute bei über 65 Prozent. In Westeuropa kommen wir dagegen nur auf rund 20 Prozent.

Nicht zuletzt hat auch die Profession der Geldpolitiker zur Konvergenz und Integration der Finanzsysteme beigetragen. In Europa vor allem durch die einheitliche Währung und die gemeinsame Geldpolitik. Und weltweit durch einen bemerkenswerten konvergenten Disinflationsprozeß.

Die internationalen Entwicklungen lassen sich zusammenfassen als eine **Tendenz zur stärkeren Nutzung von Märkten**.⁷

3 Tendenzen in Deutschland

Das beobachten wir auch in Deutschland. Wir sind **keine Insel**, sondern ein integraler Teil des internationalen Finanzsystems. „Man kann auch sagen:

⁷ Vgl. OECD, Financial Market Trends, No. 87, October 2004, S. 63.

Die letzten sechs Jahre haben mehr Veränderungen für das deutsche Bankensystem gebracht als Jahrzehnte zuvor.⁸

Diese Einschätzung von Jan Pieter Krahnen und Reinhard Schmidt wird auch von der Praxis geteilt. Von Bernd Fahrholz ist der Satz überliefert, daß in den letzten Jahren im deutschen Finanzsystem *kein Stein auf dem anderen geblieben sei.*⁹

Die Dynamik der Neuerungen im deutschen Finanzsystem ist beachtlich. Und das Gros geht ebenso wie auf internationaler Ebene **in Richtung eines eher marktorientierten Systems.**

Im Anlageverhalten wie in der Finanzierung zeigt sich eine spürbare **Disintermediation** des deutschen Marktes. Sie bleibt trendgebend, weil sie marktgetrieben ist. Und sie ist vor allem getrieben von

⁸ Vgl. Krahnen, Jan Pieter und Reinhard H. Schmidt (2004), Taking Stock and Looking Ahead: The German Financial System at the Crossroads?, In: dto. (Hrsg.), The German Financial System, Oxford: Oxford University Press, S. 486.

⁹ Vgl. Fahrholz, Bernd (2001), Die Bank der Zukunft – Herausforderungen und Perspektiven, Vortrag an der Universität Hohenheim, 20. Juni 2001; hier zitiert nach Hackethal, Andreas, German Banks and Banking Structure, In: Krahnen, Jan Pieter und Reinhard H. Schmidt, (Hrsg.), (2004), The German Financial System, Oxford: Oxford University Press, S. 71.

den Trendsettern, den vermögenden Anlegern und den großen Unternehmen.

Stärkere Marktorientierung resultiert auch in einer Verlagerung der Absicherung gegen Lebensrisiken auf die privaten Haushalte und einer auch damit verbundenen steigenden Bedeutung institutioneller Investoren.

Ebenso ist der **rechtliche Rahmen** heutzutage stärker marktorientiert. Ich denke an die Orientierung von Rechtsnormen am Schutz von Investoren, das Bemühen um mehr Transparenz, die für Deutschland recht neue Diskussion um Corporate Governance, die Übernahme der International Financial Reporting Standards und nicht zuletzt an das Streben nach objektivierbaren Kreditstandards und einem marktgestützten Risikomanagement.

All dies trägt der stärkeren Marktentwicklung Rechnung. Damit verbinden sich nicht zuletzt
Verhaltensänderungen und Erwartungen der Marktteilnehmer auf Fortsetzung des Trends.

Die Institute selbst gleichen ihre **Geschäftsmodelle** an. Natürlich auch als Reaktion auf veränderte Regulierung, aber primär um in einem sich wandelnden Umfeld weiter erfolgreich zu sein. Die erleichterte Arbitrage erschwert zudem die interne Quersubventionierung. Nicht marktgerechte Konditionen werden vom Markt gnadenlos ausgenutzt bzw. abgestraft. Folglich steigt die Substituierbarkeit der Angebote und der Anbieter.

Doch bei allem Wandel dürfen wir die **große Kontinuität** des deutschen Systems nicht verschweigen.

Bei allem Wandel in Deutschland, die relative Bedeutung der Drei Säulen und die relative Bedeutung von Intermediären im Vergleich zu Markttransaktionen ist in den letzten Jahren fast gleich geblieben.¹⁰ Der Wandel zeigt sich in großen Veränderungsraten. Doch die Ausgangsgrößen für schnell wachsende Marktsegmente sind oft so klein, daß das Finanzsystem insgesamt eher statisch scheint.

¹⁰ Vgl. Krahen, Jan Pieter und Reinhard H. Schmidt, Taking Stock and Looking Ahead: The German Financial System at the Crossroads?, In: dto. (Hrsg.), (2004), The German Financial System, Oxford: Oxford University Press, S. 487.

4 Trends im öffentlichen Bankenwesen

Die öffentlichen Banken arbeiten eng am Markt und die laufenden Veränderungen gehen auch an Ihnen nicht vorbei. Sie bieten große Chancen, die es zu nutzen gilt.

Mehr noch, durch den **Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung** ab Mitte 2005 sehen sich die Landesbanken neuen Herausforderungen gegenüber. Sie selbst, Herr Dr. Fischer, haben von der „Neuen Zeit“ gesprochen.¹¹

Die dann geltenden neuen Refinanzierungsbedingungen haben viel Bewegung gebracht. Eine **geschäftspolitische Neuausrichtung**, die sich verstärkt an Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten orientiert. Einige horizontale und zumindest angedachte vertikale **Integrationen** um Synergien zu heben. **Kapitalmaßnahmen** und **Haftungsvereinbarungen** und offenbar Maßnahmen zu **Liquiditätssicherung**. All das hat sich spürbar auf die „Schattenratings“ ausgewirkt und dürfte wegweisend bleiben.

Im Mittelpunkt der strategischen Neuausrichtung steht bei allen Landesbanken die **Stärkung des Verbundes mit den Sparkassen**. Deshalb ist der VÖB auch in Zukunft mehr als indirekt von Entwicklungen im Sparkassenbereich betroffen.

Sie werden Ideen entwickeln müssen, wie Sie umgehen mit dem **Druck zur Konsolidierung** auf der Primärebene. Die Grundlage für langfristigen Konsolidierungsbedarf legen zwei zentrale **Strukturfaktoren** – der technische Fortschritt und die Deregulierung.

Wir alle wissen: Eine optimale Betriebsgröße von Banken, konkret auch von Sparkassen oder Genossenschaftsbanken ist empirisch nicht überzeugend bestimmbar. In jeder Größenklasse sowie bei den unterschiedlichen Geschäftsstrategien gibt es erfolgreiche und weniger erfolgreiche Institute.

Doch es besteht in einigen Fällen akuter Handlungsbedarf aufgrund von **Ergebnisfaktoren**. Die

¹¹ Interview mit Dr. Thomas R. Fischer, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 19-

sinkende Zinsspanne ist nun ein Trend über mehr als ein Jahrzehnt. Der kürzliche Anstieg des Zinsüberschusses lässt sich auf die außergewöhnlich hohe Liquiditätspräferenz und die steile Zinsstrukturkurve zurückführen. Die Zinsspanne folgt ansonsten erfahrungsgemäß mit etwa zweijährigem Nachlauf dem Zinsniveau und gerät tendenziell durch zunehmende Wettbewerbsintensität (etwa durch Direktbanken und Internationale Banken) weiter unter Druck.

Daraus röhrt akuter Ergebnisdruck für alle Institute, die vor allem vom Zinsergebnis leben. Denn das Provisionsergebnis lässt sich nicht schnell steigern.

Freilich ist die Konsolidierung nicht allein auf Fusionen angewiesen. Ich sehe durchaus eine Vielfalt der Strategien im Sektor der öffentlichen Banken, um mit dem Ergebnisdruck umzugehen. Skalenerträge in einzelnen Teilen der Wertschöpfungskette lassen sich grundsätzlich sowohl über Fusionen als auch über **Kooperationen** erschließen.

Das Management von Klumpenrisiken wird allein durch Fusionen benachbarter Institute auf der Primärebene nicht in den Griff zu bekommen sein. Dagegen bietet aber der Markt zunehmend Instrumente zur Verteilung der Risiken – innerhalb der Verbünde und darüber hinaus - an. So gesehen, kann kluges Management auch die Existenz kleinerer Institute rechtfertigen.

Sie, Herr Dr. Fischer, werden auch Ideen entwickeln müssen, wie sie mit den möglicherweise **divergierenden Interessen der Institute und ihrer Eigner** umgehen.

Sie werden mit dem weiter sinkenden finanzpolitischen Spielraum der Eigner der Sparkassen rechnen müssen. Bei aktuell rund 8,5 Mrd. Euro Defizit in kommunalen Haushalten dürfte die marktmäßige Verwertung der kommunalen Sparkassen für einzelne Kämmerer eine verlockende Option sein. Zunächst könnte es zu den in einigen Ländern bereits möglichen Minderheitsbeteiligungen kommen. Das könnte seinerseits spürbare Konsequenzen für die Corporate

Governance Struktur der Sparkassen und ihr
Geschäftsverhalten haben.

Sie werden Antworten finden müssen auf die
**unterschiedlichen Einstellungen zur vertikalen
Konsolidierung.**

Daneben stellt sich die **Frage der Konzentration auf
der Ebene der Zentralinstitute.** Im
Genossenschaftswesen bahnt sich die letzte
verbliebene Fusionsmöglichkeit zwischen
Zentralinstituten an. Im Bereich der Landesbanken gibt
es mit der HSH Nordbank und mit der Verbindung aus
Landesbank Baden-Württemberg und Landesbank
Rheinland-Pfalz ebenfalls Bewegung.

Die **nicht-Retail-Geschäftsfelder**, auf denen die
großen international arbeitenden Institute dominieren
(Wholesale, Underwriting, Handelsgeschäft, M&A, IPO
etc.), bergen mehrere Konsolidierungstreiber in sich. So
bringt allein der technische Fortschritt auf diesen
Feldern einige Skaleneffekte. Daneben ist die
Community der Insider klein und wenig ortsbunden.
Das Geschäft ist teilweise Projektgeschäft, mit hohen

Fixkostenblöcken verbunden und extrem volatil im Ergebnis. Schiere Größe und Masse hilft daher in diesem Marktsegment.

Jedoch gerade diese Volatilität lässt eine Stabilisierung der Gesamtergebnisse durch andere Geschäftsfelder (Retail, Kreditgeschäft) ratsam erscheinen. Dadurch können Risikoprämien für Anleger oder Bondhalter gesenkt werden.

Hierin liegt die Problematik der **Debatte über deutsche Institute, die international mithalten wollen**. Eine starke Basis im Retail bietet keine Gewähr für Erfolg im Investmentbanking. Andererseits gilt festzuhalten, dass erfolgreiches Investmentbanking ohne eine ergebnisstarke Retailbasis riskant bleibt.

Konsequenterweise ergibt sich daraus die Frage nach der säuleninternen und der **säulenübergreifenden Konsolidierung**. Sie, Herr Dr. Fischer, haben gesagt, „Gruppenübergreifende Fusionen haben in der

derzeitigen Situation keine Chance“ und sich dabei vor allem auf politische Mehrheiten bezogen.¹²

Ihre Einschätzung der derzeitigen Lage und der nahen Zukunft ist gewiß realistisch. Aber Sie müssen damit rechnen, dass auch in der Landespolitik nichts so konstant ist wie der Wandel. Und, lieber Herr Fischer, Sie wissen selbst, dass man den Herausforderungen des Wandels am besten und nachhaltigsten mit tragfähigen Geschäftsstrategien begegnet. Dass Sie diese entwickeln und vorantreiben werden, steht für mich außer Frage.

5 Gute Wünsche der Bundesbank

Vor Ihnen, lieber Herr Fischer, und da wende ich mich nicht nur an den neuen Präsidenten, liegen spannende Aufgaben und zahlreiche Veränderungen. Ich bin ganz sicher, daß die **öffentlichen Banken gut aufgestellt** sind. Sie arbeiten so nah am Markt, daß Ihnen die Trends in Form von Kundenwünschen, Marktentwicklungen und -möglichkeiten gut vertraut sind. Sie werden die nötigen Antworten auf die

¹² Interview mit Dr. Thomas R. Fischer, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 19-

Herausforderungen der Zukunft finden und als gestaltende Kraft den Markt beeinflussen.

In dieser Einschätzung stütze ich mich nicht zuletzt auf die **Person des neuen Präsidenten**. Er steht mit seiner Berufsbiographie als persönliches Beispiel für Mobilität und Flexibilität. Mobilität, sowohl international, was sein distinguiert britischer Akzent im Englischen belegt, als auch national, was sein problemloser Wechsel zwischen den Säulen belegt. Von Flexibilität zeugt sein pragmatischer Ansatz in der Refokussierung der Geschäftsstrategie als auch seine Offenheit für neue Formen der Zusammenarbeit innerhalb der öffentlich-rechtlichen Säule des Bankensektors.

Meine Damen und Herren,
die **Deutsche Bundesbank unterstützt den Finanzplatz** Deutschland bei den anstehenden Entwicklungen. Wir strengen uns an, als Dienstleister effizient und kostengünstig zu arbeiten und so Ihre Arbeit zu unterstützen. Unsere Position in Strukturfragen war, ist und bleibt die der **neutralen Zentralbank**. Das Motiv unseres Handelns ist allein

unser Auftrag, an der Stabilität des Geldwertes und der Stabilität des Finanzsystems mitzuwirken.

Mit dem Auftrag verbunden ist jedoch auch ein klares Bekenntnis zu marktwirtschaftlichen Prinzipien. Daher unterstützt die Deutsche Bundesbank die Entwicklungen des Marktes, soweit sie die Stabilität des Systems und den Wettbewerb nicht beeinträchtigen.

Ich wünsche uns – dem Bundesverband Öffentlicher Banken und der Bundesbank – eine weiterhin gute Zusammenarbeit und darf schließen mit den guten Wünschen der Bundesbank für die Arbeit des neuen Präsidenten und des neuen Vorstandes Ihres Verbandes.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

* * *

**Protokoll der Pressekonferenz
der Deutschen Bundesbank
am 7. Dezember 2004**

- nach Bandaufnahme -

**Statement von Prof. Dr. Axel A. Weber bei der Pressekonferenz der
Deutschen Bundesbank am 7. Dezember 2004**

**Statement von Dr. Stark bei der Pressekonferenz der Deutschen
Bundesbank am 7. Dezember 2004**

Fragenteil

Statement von Prof. Dr. Axel A. Weber bei der Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank am 7. Dezember 2004

Ich möchte mich zunächst zum Stand der Strukturreform der Deutschen Bundesbank, zu Finanzstabilitätsfragen in Deutschland und in der EU, zur Lage der deutschen Wirtschaft und zur Lage der öffentlichen Finanzen äußern, bevor ich zu Herrn Dr. Stark überleite.

1. Stand der Strukturreformen

Die Straffung des Filialnetzes der Deutschen Bundesbank verläuft planmäßig. Im Jahr 2004 haben wir insgesamt 14 Betriebsstätten geschlossen. 2005 wird die Schließung weiterer fünf Filialen und drei Betriebsstätten folgen. Die Rückführung der Standorte der Deutschen Bundesbank seit Mitte 2002 von 127 auf 47 Standorte Ende 2007 ist insofern im Plan. Der Schließungsfahrplan, den wir im Juli dieses Jahres kommuniziert haben, beinhaltet weitere Schließungen. Er ist so konzipiert, dass die Planungs- und Investitionssicherheit für die Bargeldakteure sichergesellt und auch bankintern für Transparenz gesorgt ist. Aktuell hat die Bundesbank an 86 Standorten noch 66 Filialen und 20 Betriebsstätten.

Die Veränderungen in der Anzahl der Mitarbeiter haben diesen Konsolidierungsprozess begleitet. Der Personalabbau schreitet ebenfalls planmäßig voran. Die Zahl der Mitarbeiter Ende Oktober 2004 betrug 13.517 Mitarbeiter. Im Vergleich zu Anfang 2003, als wir noch 15.834 Mitarbeiter hatten, verringerte sich der Personalbestand um rund 2.300 Mitarbeiter. Das ist eine erhebliche Konsolidierung in einer relativ kurzen Zeitspanne. Ende 2007 werden wir den prognostizierten Personalbestand von etwa 11.100 voraussichtlich erreicht haben.

Das geschätzte Einsparpotenzial, das sich aus der Umsetzung unserer Strukturreform – sowohl aus dem Schließungskonzept als auch aus dem entsprechenden Personalkonsolidierungskonzept – ergibt, beinhaltet ab dem Jahr 2008 jährliche Einsparungen von etwa 280 Mio. Euro.

2. Finanzstabilität

Zum Thema Finanzstabilität in Deutschland und in der EU möchte ich zunächst einmal die Situation charakterisieren, wie sie sich in den Jahren 2002 und 2003 dargestellt hat: In diesen Jahren befanden sich die Banken in einer sehr schwierigen Lage. Es gab Kreditausfälle, primär auch wegen der schwachen Konjunktur und erheblicher Abschreibungen, größtenteils veranlasst durch Kursrückgänge an den Aktienmärkten. Der Kostendruck, der durch entsprechende Strukturen, die in den Boomjahren geschaffen wurden, auf den Banken lastete, war erheblich. Nicht alle Geschäftsstrategien der Banken in dieser Zeit waren tragfähig.

Wir stellen nach diesen schwierigen Jahren fest, dass die Konsolidierung vorangeschritten ist. Die Lage der Kreditinstitute ist gefestigt. Das leichte Anziehen der Konjunktur war dabei sicherlich hilfreich. Kostensenkungen scheinen erfolgreich gewesen zu sein. Die Ertragsfähigkeit wurde ansatzweise gebessert.

Es ist auch festzustellen, dass sich die Risikotragfähigkeit im Bankensektor verbessert hat. Stresstests, die wir in diesem Zusammenhang durchführen, liefern zurzeit keine Indikationen für eine Gefährdung der Finanzstabilität. Die derzeitige Situation ist dadurch gekennzeichnet, dass es zu keiner für uns absehbaren weiteren Verschärfung der Kreditstandards im deutschen Kreditgewerbe kommt. Der Trend zu einer risikodifferenzierten Margenspreizung hält an, teilweise auch unterstützt durch bessere Kreditwürdigkeitsprüfungen. Die Finanzmärkte insgesamt stellen sich gefestigt dar.

Wir stellen allerdings fest, dass nach wie vor Zins- und Marktpreisrisiken bestehen. Die Marktpreisrisiken sind in unserer Analyse leicht gestiegen, insbesondere auch wegen der gestiegenen Risikobereitschaft der entsprechenden Finanzmarkakteure. Allerdings werden u. E. die systemischen Risiken zur Zeit sicherlich etwas überzeichnet.

Das Kreditrisiko – hier ist zu differenzieren nach verschiedenen Kreditnehmerkategorien – ist für Großunternehmen gesunken, im Mittelstand haben wir nach wie vor ein hohes Niveau an Kreditrisiken und im Bereich der Immobilienkredite sehen wir eine leichte Verschärfung der Kreditrisiken. Insgesamt muss man feststellen, dass die Risikosituation wohl ihren Höhepunkt überschritten hat. Dies legen sowohl die eigenen Stresstests der Banken, die im Risikomanagement wichtig sind, als auch die Stresstests der Bundesbank nahe. Zu erwähnen ist jedoch, dass die Situation der privaten Haushalte in Deutschland durch eine wachsende Verschuldung und ein hohes Zinsrisiko gekennzeichnet ist. Die privaten Haushalte in Deutschland spielen zunehmend die Rolle des ultimativen Risikonehmers.

Die Profitabilität der Banken hat sich 2003 verbessert, und wir haben insbesondere auch für das Jahr 2004 einen durchaus positiven Ausblick. Die Risiken, die wir im Jahr 2004 nach wie vor sehen, sind in vier Kategorien zusammenzufassen: 1. Wir sehen nach wie vor ein Konjunkturrisiko, was sich eben auch mit einem Ölpreisrisiko belegen lässt. 2. Bei Großunternehmen hat die höhere Profitabilität die entsprechende Risikolage etwas entspannt; bei den kleinen und mittleren Unternehmen besteht vor dem Hintergrund der schwachen Binnennachfrage jedoch nach wie vor ein gewisses Risikopotenzial. 3. In einzelnen Ländern des Euro-Raums gibt es Immobilien-Risiken, wobei hier in jüngster Zeit teils eine Normalisierung zu verzeichnen ist. 4. Allgemein sehen wir durch das Bestreben der Banken, höhere Risiken einzugehen, Zinsrisiken in der jetzigen Niedrigzins-Phase – im Englischen mit dem Begriff „Hunt for yield“ bezeichnet. Nicht das Zinsniveau stellt dabei die Gefahr dar, sondern die Veränderungsgeschwindigkeit.

3. Lage und Perspektiven der deutschen Wirtschaft

Für die deutsche Volkswirtschaft gilt festzuhalten, dass 2004 aus makroökonomischer Sicht erwartungsgemäß ein Jahr mit einer recht durchwachsenen Bilanz war. Die Konjunktur ist nach wie vor kein Selbstläufer. Die Konjunktur zeichnet sich auch nach anderthalb Jahren durch ein gespaltenes Konjunkturphänomen aus. Eine schwache Binnenkonjunktur ist begleitet von Erfolgen in der Außenwirtschaft. Dies charakterisiert sicherlich auch in diesem Jahr weitgehend das Jahresergebnis. Wir beobachten noch keine Trendwende am Arbeitsmarkt, die Stimmungslage in den Unternehmen und den privaten Haushalten ist nach wie vor nicht günstig, und die öffentlichen Haushalte haben eine besorgniserregende Schieflage erreicht. Die Finanzpolitik in Deutschland und in Europa hat mit einem Glaubwürdigkeitsproblem zu kämpfen.

Neben diesen relativ pessimistischen Aspekten gilt es, auch auf einige Punkte auf der Habenseite hinzuweisen. Hier ist insbesondere zu erwähnen, dass sich die Gesamtbilanz des Jahres 2004 von der Stagnation und Perspektivlosigkeit der letzten Jahre doch positiv abhebt. Das Potenzial für ein Fortsetzen des Wachstumsprozesses ist weiterhin vorhanden. Am Arbeitsmarkt beginnen unseres Erachtens die Strukturreformen allmählich zu greifen, und die Tarifpartner haben in diesem Jahr viel Augenmaß bei der Sicherung von Arbeitsplätzen und Produktionsstandorten in Deutschland bewiesen. Zweifellos ist jedoch die Konjunktur in Deutschland in der Jahresmitte in etwas schwereres Fahrwasser geraten. Die schwachen Ergebnisse des dritten Quartals sind aber keineswegs überraschend und drastisch. Das ruhigere Exportgeschäft nach den hohen Zuwachsraten des ersten

Halbjahres hat meines Erachtens zu einer Normalisierung geführt, jedoch nicht zu einem dauerhaften Einbruch. Die Stockungen decken aus meiner Sicht auch noch gewisse Schwachstellen und Strukturprobleme der deutschen Wirtschaft auf, die nach wie vor vorhanden sind. Die Exportlastigkeit der Konjunktur ist nach wie vor die offene Flanke und dementsprechend wird Deutschland auch für außenwirtschaftliche Wechsellagen und Störeinflüsse immer noch anfällig sein. Durchaus positiv zu werten ist ferner die Entwicklung, die wir im globalen Kontext sehen. Wir beobachten in jüngster Zeit ein Einschwenken der USA und ansatzweise auch Chinas in Richtung Potenzialpfad. Dies ist nicht als eine Eintrübung der weltwirtschaftlichen Wachstumsperspektiven zu sehen, sondern als eine Entwicklung hin zu mehr Ausgewogenheit. Es führt auch dazu, dass sich die haussierenden und preistreibenden Rohstoffmärkte etwas beruhigen werden. Und wenn – wie allgemein erwartet – das globale Wachstum im kommenden Jahr nach wie vor bei etwa 4% liegen wird, dann ist dies immer noch über dem längerfristigen Durchschnitt der etwa bei 3 ½ % in den letzten Jahrzehnten lag.

Unterstellt man, dass es keine starken und abrupten Wechselkursstörungen gibt, so bleibt das außenwirtschaftliche Umfeld unseres Erachtens auch im kommenden Jahr intakt, und die deutsche Konjunktur wird eine wichtige Stütze durch dieses außenwirtschaftliche Umfeld erfahren. Dafür, dass die deutschen Marktanteile nach dem Zugewinn in diesem Jahr zu einem Gutteil erhalten bleiben werden, sprechen unseres Erachtens folgende drei Punkte: die nach wie vor zuversichtlichen Exporterwartungen der Unternehmen, die gute Wettbewerbssituation der deutschen Industrie und die regional breit aufgefächerten Exportsortimente der deutschen Industrie.

Die Risikoszenarien betreffen in diesem Zusammenhang den Ölpreis. Dem Ölpreis dürfte unserer Erfahrung nach jedoch nicht mehr ganz die Rolle des „Konjunkturkillers“ zugeschrieben werden, wie dies früher noch der Fall war. Auch hierfür lassen sich eine Reihe von Gründen anführen, die häufig schon erwähnt wurden: Der Ölpreis ist in realer Rechnung keineswegs exzeptionell hoch, die jetzigen Niveaus liegen etwa bei der Hälfte der Niveaus, die wir in den frühen achtziger Jahren und Ende der siebziger Jahren erreichten. Der Ölpreis ist diesmal stark nachfragegetrieben. Öl- und Energieintensität der Produktion in den Industrieländern sind strukturell rückläufig, insbesondere in Europa und besonders in Deutschland. Es gibt kaum Zweirundeneffekte, die zurzeit zu befürchten sind. Das heißt, die makroökonomische Reaktion auf den Ölpreisanstieg ist anders als dies in den siebziger und achtziger Jahren war, und das mittelfristige Preisklima ist im Kern trotz des Ölpreisanstiegs, der kurzfristig einen Preisanstieg bedingt hat, nach wie vor günstig.

Es bleiben natürlich immer noch ölpreisbedingte Bremseffekte. Nicht zuletzt startet die Konjunktur in Deutschland mit relativ geringem Schwung in das neue Jahr. Eine Reihe von Faktoren setzen jedoch auch Hoffnungszeichen. So sind die Ausrüstungsinvestitionen real in jüngster Zeit etwa um 4,1 % gestiegen. Dies spiegelt zum einen die günstigen Finanzierungsbedingungen, zum anderen den hohen Ersatzbedarf und eine ebenfalls hohe Investitionsbereitschaft der Unternehmen wider. Von daher gibt es einen leichten Lichtblick am Ende des Tunnels, was die Konjunkturerholung betrifft.

Der Bausektor dürfte unseres Erachtens jedoch auch im kommenden Jahr Sorgenkind der Konjunktur bleiben. Der Anpassungsprozess ist derzeit noch nicht abgeschlossen. Aber es könnte sein, dass der Anpassungsdruck allmählich nachlassen wird und wir hier eine Bodenbildung in den kommenden Jahren sehen.

Der private Konsum hat sich in jüngerer Zeit etwas erholt. Er erhält insbesondere im kommenden Jahr von der Preisseite her eine wichtige Stütze: 2004 wird die außenwirtschaftliche und fiskalische Komponente des Preisauftriebs deutlich geringer sein als in diesem Jahr.

In diesem Jahr hatten wir eine Teuerungsrate von knapp unter 2 %. Die Effekte der Gesundheitsreform und Tabaksteuererhöhung schlagen dabei mit knapp 1 Prozentpunkt zu Buche. In 2005 gehen wir davon aus, dass solche Sonderbelastungen wegfallen, dass es zu einer allmäßlichen Entspannung an den Ölmarkten kommt und dass die günstigere Entwicklung der Lohnstückkosten dazu beiträgt, dass wir von der Preisseite eine Entspannung haben, die dann den privaten Konsum stützen könnte.

Für die weitere Verbreitung der konjunkturellen Basis ist die Entwicklung der verfügbaren Einkommen von zentraler Bedeutung. Diese hängen sehr stark von den Entwicklungen am Arbeitsmarkt ab, der nach wie vor die Achillesferse der deutschen Wirtschaft sein wird. Wir können zur Zeit noch nicht abschließend beurteilen, welche Nachhaltigkeit die Arbeitsmarktreformen haben werden. Die Wirkungsphase der angelaufenen Reformen wird zudem durch einige statistische Probleme überlagert, die wir im nächsten Jahr haben werden. Vor diesem Hintergrund gilt es generell zu bemerken, dass der Arbeitsmarkt in jüngster Zeit einiges an Bewegung gezeigt hat. Es gibt nach wie vor vorhandene Produktivitätsreserven, die mobilisiert werden können, und es gibt ein flexibleres Arbeitszeitmanagement, das sich bis jetzt noch nicht in den relativ tragen Bestandszahlen für die Beschäftigung niedergeschlagen hat.

Dies könnte sich unseres Erachtens 2005 ändern, wenn die Konjunktur etwas stärker tritt und das Maßnahmenpaket „Hartz IV“ zu greifen beginnt. Zum Jahresbeginn gehen wir davon aus, dass im Zusammenhang mit dem Arbeitslosengeld II und dessen Einführung ein Sprung in der registrierten Arbeitslosigkeit zu erwarten ist. Im Jahresverlauf aber werden wir zunehmend eine Entlastung sehen, vermehrt durch Mini-Jobs, Ich-AGs, Ein-Euro-Jobs und die allgemeine Intensivierung der Vermittlungstätigkeiten. Ebenso werden durch die Arbeitsmarktreformen verstärkt Anreize zur Arbeitsaufnahme gesetzt. Nach der allgemein entspannten Lohnkostensituation wird dies eine wichtige Bedingung für mehr Beschäftigung in Deutschland darstellen. Wir erwarten im Jahresverlauf eine konkrete Verbesserung des Arbeitsmarktes, die im Verlauf des Jahres relativ zum Ende hin deutlicher ausfallen kann. Wegen des ungünstigen Anfangsniveaus könnte jedoch in der jahresdurchschnittlichen Betrachtung die Arbeitslosigkeit höher ausfallen als in 2004.

3. Öffentliche Finanzen

Die Lage der öffentlichen Finanzen in Deutschland ist gekennzeichnet durch hohe Defizite, steigende Schulden und einen umfangreichen Konsolidierungsbedarf. Die gesamtstaatliche Defizitquote im Jahr 2004 wird zum dritten Mal in Folge deutlich über der 3%-Grenze liegen. Die Bundesregierung erwartet etwa 3½ %. Die Schuldenquote, die bereits 2003 knapp über 64% lag, wird weiter steigen. Der Bund und mehrere Bundesländer überschreiten auch die nationalen Defizitobergrenzen. Die Lage der Gemeindefinanzen ist angespannt.

Trotz relativ kräftigem gesamtwirtschaftlichem Wachstum wird die Konjunktur im laufenden Jahr angesichts einnahmevergiebiger Strukturen eher zu einem Anstieg der Defizite beitragen. Allerdings muss man feststellen, dass diese Defizite zu einem großen Teil nicht konjunkturell bedingt sind; der überwiegende Teil der deutschen Defizite ist struktureller Natur.

Ausblick auf 2005

Aus heutiger Sicht zeichnet sich nach Einschätzung der Bundesregierung ein Rückgang der Maastricht-Defizitquote im Jahr 2005 auf knapp 3% ab. Auch die Haushaltsdefizite der Gebietskörperschaften dürften nicht zuletzt angesichts geplanter kräftiger Rückführung beim Bund merklich sinken. Allerdings – und das ist unsere Wertung – wird die positive Entwicklung zum guten Teil durch Einmalmaßnahmen – Vermögensveräußerungen – erreicht, die keinen strukturellen Konsolidierungsfortschritt darstellen, sondern lediglich für einmalige Entlastung sorgen.

Diese einmaligen Entlastungen sind letztendlich nichts anderes, als Belastungen in die Zukunft zu verschieben.

Die Bundesbank begrüßt, dass sich Bund und Länder im Finanzplanungsrat zur Einhaltung der 3%-Grenze in 2005 bekannt haben und dies im deutschen Stabilitätsprogramm unterstrichen wurde. Nachdem die Defizitziele in der Vergangenheit mehrfach deutlich verfehlt wurden, ist dies von zentraler Bedeutung. Die Glaubwürdigkeit der finanzpolitischen Rahmenbedingungen in Europa und in Deutschland gebietet jedoch, dass diese Ziele auch erreicht werden. Aus heutiger Sicht ist freilich auch unter Berücksichtigung der jüngsten Vorhaben die Erreichung der Ziele im Jahr 2005 nicht gesichert. Alle finanzpolitischen Entscheidungsträger sind daher aufgefordert, ggf. zusätzliche Maßnahmen zu der notwendigen Konsolidierung zu ergreifen.

Es besteht m. E. weiterhin Konsolidierungsnotwendigkeit – insbesondere im Bereich der strukturellen Konsolidierung – um in die Nähe einer ausgeglichenen oder annähernd ausgeglichenen Haushaltslage zu kommen. Vor allem müssen strukturelle Konsolidierungsmaßnahmen an die Stelle von temporären Maßnahmen treten.

Die bereits eingeleitete Rückführung der Staatsquote in Deutschland ist nachdrücklich zu unterstützen. Auf der Einnahmeseite kann die Bekämpfung von Steuerhinterziehung, der Abbau von Steuervergünstigungen und das Schließen von Steuerschlupflöchern ebenso einen Beitrag leisten wie der Abbau weiterer Subventionen.

Im Hinblick auf die langfristige Tragfähigkeit sind unseres Erachtens weitere Reformen im Bereich der Sozialversicherungen unumgänglich. Die demographische Entwicklung wird die Rentenversicherung langfristig belasten. Hier gilt es, zukunftsweisende Konzepte zur Entlastung zu entwickeln.

Bei der Krankenversicherung besteht von allen Seiten anerkannter Reformbedarf. Die Stärkung der Eigenverantwortung und die deutliche Trennung von Äquivalenz- und Umverteilungskomponenten wären in diesem Bereich besonders wünschenswert.

Statement von Dr. Stark bei der Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank am 7. Dezember 2004

Ich möchte mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt beginnen und dann auf einige aktuelle Fragen der internationalen Finanzsystemstabilität eingehen.

1. Stabilitäts pakt

Der Präsident hat gesagt, die Glaubwürdigkeit des finanzpolitischen Rahmens in Europa ist gefährdet. Es gibt Stimmen, die darüber hinaus gehen und sagen, dass dieser Rahmen beschädigt ist. Dieser Rahmen besteht nicht nur aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, sondern auch aus den Vorschriften des Maastricht-Vertrages selbst. Das ist etwas, was meistens vergessen wird. Diese beiden Elemente Maastricht-Vertrag und Stabilitäts- und Wachstumspakt schaffen grundsätzlich geeignete Rahmenbedingungen zur Gewährleistung gesunder Staatshaushalte in Europa.

Derzeit haben wir in der Europäischen Union vier Länder, die eine problematische Haushaltslage zu verzeichnen haben. Das sind neben Deutschland noch Frankreich, Griechenland und die Niederlande, die ein übermäßiges Defizit aufweisen. Zwei weitere Länder nämlich Italien und Portugal bleiben nur unter der 3 %-Grenze, weil sie in umfangreichem Maße Einmal-Maßnahmen ergriffen haben. Es spielt bei alledem natürlich auch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung eine Rolle. Aber entscheidend ist, dass vor allem in guten Zeiten, in besseren wirtschaftlichen Zeiten, keine ausreichend solide Grundposition bei den öffentlichen Finanzen erarbeitet wurde.

Gleichwohl habe ich den Eindruck, dass die Notwendigkeit haushaltspolitischer Regeln auf der europäischen Ebene nicht in Frage gestellt wird. Entscheidend sind aber die Wirksamkeit und die Durchsetzbarkeit sowie die Anwendung der Regeln. Hier haben wir es grundsätzlich mit einem politischen Problem zu tun, mit dem Problem, dass der politische Wille nicht ausgeprägt genug ist, diese Regeln einzuhalten. Dieses Grundproblem ist auch nicht allein dadurch zu lösen, dass man die Regeln ändert, die Regeln an das Verhalten anpasst. Eigentlich müsste der andere Weg gegangen werden, dass man das Verhalten den Regeln anpasst.

Mit dieser Reformdiskussion des Stabilitäts- und Wachstumspakts sind ernste Probleme und Risiken verbunden. Denn es ist ja nicht allein eine Diskussion auf der Ebene der europäischen Finanzminister, sondern darüber hinaus eine Diskussion auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs. Es bestehen also Erwartungen auf der höchsten Ebene, das Vertrags- bzw. das Regelwerk umfassend zu reformieren. Damit würde man für dieses Regelwerk die Büchse der Pandora öffnen mit einer sehr deutlichen Tendenz, dass die Regeln bis zur Unkenntlichkeit bzw. bis zur Unwirksamkeit verwässert werden. Zumindest kann man festhalten, dass die Überlegungen, die im Augenblick im Raum stehen, dazu führen dürften, dass ein eher komplizierterer und intransparenterer Rahmen geschaffen wird, der die Glaubwürdigkeit der Regeln weiter schwächen und höhere staatliche Defizite und Schulden nur noch wahrscheinlicher machen würde.

Ich möchte hier nur noch einmal an die politischen Verpflichtungen erinnern, die beginnend mit dem Maastrichter Vertrag und sich fortsetzend im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankert worden sind. In dem Artikel 104 des Maastrichter Vertrages wird eindeutig gesagt, dass die Mitgliedstaaten übermäßige öffentliche Defizite vermeiden. All dies ist nicht neu, aber offenbar vergessen. Dies ist auch bei der Ratifizierung des Maastricht-Vertrages von allen Parlamenten noch einmal bestätigt worden. Das, was wir als Teil des Stabilitätspaktes sehen, nämlich die Entschließung der Staats- und Regierungschefs vom 17. Juni 1997, enthält entscheidende Verpflichtungen der Mitgliedstaaten, mittelfristig das Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt zu erreichen. Und es enthält die Verpflichtung des Rates zu einer strikten und rechtzeitigen Durchführung aller Bestandteile des Stabilitäts- und Wachstumspaktes.

Wenn wir nun über die Regeln sprechen und das, was in Brüssel und in den anderen europäischen Hauptstädten in der Diskussion ist, muss man sich darüber im Klaren sein, dass solche haushaltspolitischen Regeln gewissen Kriterien entsprechen müssen. Sie müssen einfach sein, sie müssen transparent sein, sie müssen den Gleichbehandlungsgrundsatz im Grunde genommen beinhalten und den Grundsatz der Operationalität. Dies gilt für das derzeitige Regelwerk.

Wenn man sich nun die Reformvorschläge ansieht, stellt man fest, dass das, was dort angedacht wird, in Richtung einer stärkeren Differenzierung nach Ländern entsprechend nach Schuldenstand, nach Wirtschaftswachstum und Wirtschaftslage, entsprechend dem Bedarf an Strukturreformen und öffentlichen Investitionen, letztlich auf eine weitere Verkomplizierung des Regelwerkes hinausläuft. Zudem wird die Bindungswirkung der Regeln verringert und letztlich auch die Glaubwürdigkeit insgesamt reduziert. Bei einem Teil der Reformvorschläge sehen wir sicherlich auch

positive Ansatzpunkte. Das betrifft z. B. die konsequenteren Anwendung der Regeln. Das ist zu unterstützen und ich glaube - und diese Meinung vertreten wir als Institution Bundesbank - dass eine Verbesserung der statistischen Basis unumgänglich ist. Denn Vorgänge wie in Griechenland gefährden die Grundlage europäischer Vereinbarungen. Auch die Konkretisierung und verstärkte Durchsetzung des Schuldenstandskriteriums verdient in Erwägung gezogen zu werden und der verstärkte Druck auf die Haushaltskonsolidierung im Konjunkturaufschwung ist positiv zu bewerten.

Problematisch ist, dass bei der Definition des mittelfristigen Ziels - nahezu ausgeglichener Haushalt oder Überschuss - länderspezifische Gegebenheiten berücksichtigt werden sollen. Die Regeln würden damit komplexer, sie würden intransparenter und sie würden per Saldo weniger durchsetzbar. Abzulehnen ist eindeutig das Bestreben, die 3 %-Grenze, die Obergrenze, die man sich im Stabilitäts- und Wachstumspakt gesetzt hat, aufzuweichen, indem Ausnahmetatbestände erweitert oder längere Fristen für die Defizitkorrektur vorgesehen werden. Auch hier würde die Glaubwürdigkeit nach unserer Meinung vermindert, und es würde ein Einfallstor geöffnet für an kurzfristigen politischen Motiven ausgerichteten Entscheidungen.

Auch die Herausrechnung einzelner Ausgabenkategorien ist praktisch der Beliebigkeit anheim gestellt: beginnend mit Forschung und Entwicklung über Bildungsausgaben, Verteidigungsausgaben, Ausgaben für die Entwicklungshilfe oder für soziale Sicherungssysteme. Oder nehmen Sie die EU-Nettobeiträge. Die Herausrechnung solcher Ausgabenkategorien führt letztlich dazu, die 3 %-Grenze aufzuweichen, sie aus den relevanten Defiziten im Grunde genommen herauszurechnen und damit letztlich politische Augenwischerei zu betreiben. Schuldenfinanzierung ist keineswegs eine Voraussetzung für wachstumsfördernde Ausgaben.

Das Fazit ergibt per Saldo ein negatives Urteil über die derzeit diskutierten Reformvorschläge zum Stabilitäts- und Wachstumspakt. Es geht nicht um die Aufweichung, sondern es geht um die konsequenteren Umsetzung. Die aktuelle Entwicklung einzelner Länder der EU unterstreicht die Notwendigkeit haushaltspolitischer Regeln und zwar der Regeln, die wir haben. Ich komme zurück auf das Beispiel Griechenland. Ich glaube, das ist ein Beispiel dafür, wie problematisch gerade jetzt eine Änderung des Regelwerkes gesehen werden müsste. Das haushaltspolitische Verhalten und die Reformvorschläge stehen auch nicht im Einklang mit den vorhin zitierten politischen Grundverpflichtungen beim Start der Währungsunion. Herr Weber hat das in einem anderen Zusammenhang

angeführt. Denn sie führen zur zusätzlichen Belastung derzeitiger und künftiger Generationen in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union.

2. Internationales Finanzsystem

Ich komme nun zu meinem zweiten Punkt, zur Stabilität des internationalen Finanzsystems. Wir hatten in unserem Stabilitätsbericht, der im Monatsbericht der Bundesbank im Oktober veröffentlicht worden ist, auch eine Aussage zum internationalen Finanzsystem gemacht und insgesamt - bedingt durch das verbesserte makroökonomische Umfeld im Jahr 2004 - ein positives Gesamtbild gezeichnet. Auch der internationale Währungsfonds kam in seinem Stabilitätsbericht, der im September veröffentlicht worden ist, zu einem ähnlichen Ergebnis. Die Widerstandsfähigkeit gegenüber Schocks hat sich verbessert, u. a. durch Risikodiversifikation von Banken weg zu anderen Sektoren. Und hier hat der IWF insbesondere hingewiesen auf die Rolle des privaten Haushaltsektors als - der Präsident hat das auch schon angedeutet - ultimativen Schockabsorber. Trotz dieses positiven Gesamtbildes bleiben die Risiken bestehen, und es sind natürlich auf internationaler Ebene ähnliche oder dieselben Risiken, die auch für die nationalen Gegebenheiten bzw. für den Bereich der Europäischen Union gelten. Es gibt Rückschlagpotenzial an den Anleihemärkten, es gibt das Zinsrisiko für die öffentlichen und privaten Haushalte, insbesondere in den Ländern, in denen die öffentlichen und privaten Haushalte eine hohe Verschuldung aufweisen. Es gibt Risikopotenzial an einzelnen Immobilienmärkten der Welt, und nach 1998, nach der Bewältigung der LTCM-Krise, stellen wir fest, dass die Hedgefonds erneut an Bedeutung gewinnen.

Ganz kurz zu den einzelnen Punkten und dann anschließend noch ein ganz kurzer Ausblick auf die IWF-Aktivitäten. Zur Frage der Korrekturanfälligkeit der Bondmärkte: Es ist kein Geheimnis, dass die Renditeentwicklung am US-Kapitalmarkt seit der durch die Fed in diesem Frühjahr eingeleiteten Zinswende im historischen Vergleich ungewöhnlich ist. Wir stehen vor dem Phänomen, dass die langfristigen Zinsen niedrig bleiben, während die kurzfristigen, wenn auch allmählich, steigen. Die Rendite langjähriger US-Staatsanleihen ist auffallend niedrig. Dies könnte zum Einen als Ausdruck von Wachstumspessimismus gedeutet werden, auf der anderen Seite sehen wir aber einen sich fortsetzenden Aufschwung in den Vereinigten Staaten. Viele Fondsmanager halten die Anleihemärkte für überbewertet. Es könnte sich daraus also eine gewisse Korrekturanfälligkeit der Bondmärkte abzeichnen.

Zumindest sind zwei weitere Entwicklungen auffällig: Auf der einen Seite liegen die impliziten Volatilitäten sowohl auf den amerikanischen als auch auf den

europäischen Bondmärkten unter dem Durchschnitt der letzten Jahre. Andererseits liegen die Risikospreads von Unternehmensanleihen auf historisch sehr niedrigem Niveau. Sie sind zum Teil getrieben durch die Abnahme der Risikoaversion und letzteres zeigt sich insbesondere im High-Yield-Markt. Die Spreads befinden sich auf dem niedrigsten Stand seit 1998. Ähnliches stellen wir fest bei den Emerging-Market-Bondspreads. Hier gibt es neue Rekordtiefstwerte. Der bisherige Tiefstand vom Januar 2004 ist unterschritten worden. Im Durchschnitt liegen die Spreads für Anleihen in Emerging-Market-Countries im Augenblick um etwa 360 Basispunkte über US-Treasuries.

Welches sind die Ursachen für diese neuen Rekordtiefstwerte dieser Spreads? Auf der einen Seite natürlich verbesserte Fundamentaldaten, auf der anderen Seite die Bereitschaft, höhere Risiken einzugehen, aber auch die reichliche Liquidität. Daraus resultieren natürlich Risiken, das Risiko, dass in Folge einer besseren Konjunktur ein Inflationsanstieg zu einem globalen Zinsanstieg führen könnte mit der möglichen Folge des Anstiegs der Bondspreads und heimischer Zinssätze in den Emerging-Markets-Countries, die vor diesem Hintergrund bei hoher und steigender Verschuldung verwundbar bleiben.

Wir stellen bereits heute fest, dass die Inflation in einzelnen dieser Länder im Ansteigen begriffen ist. Herr Weber hat auf das Zinsrisiko, für Länder mit hoher öffentlicher und hoher privater Verschuldung hingewiesen. Man muss sehen, dass sich die öffentliche Verschuldung in den letzten 25 Jahren in Prozent des Bruttonsozialproduktes verdoppelt hat. Gleichzeitig ist die Durchschnittsverzinsung global historisch niedrig. Hier besteht natürlich ein erhebliches Rückschlagspotenzial. Das gleiche gilt für die privaten Haushalte, die sich insbesondere in den angelsächsischen Ländern in den letzten Jahren erheblich verschuldet haben, auch als Folge der reichlichen globalen Liquiditätsversorgung.

Dies hat für die Stabilität des internationalen Finanzsystems, insbesondere die Verschuldung der amerikanischen Haushalte eine besondere Bedeutung. Hier stellen wir im ersten Halbjahr 2004 eine ungebrochene Dynamik in der Verschuldung fest. Getrieben wurde diese Entwicklung natürlich auch in anderen Ländern durch die niedrigen Zinsen und die dadurch angefachte Nachfrage nach Immobilienkrediten. Es könnte nun im Zusammenhang mit steigenden Zinsen das Problem entstehen, dass der höhere Schuldendienst der privaten Haushalte dazu führt, dass der Konsum spürbar eingeschränkt wird, wenn die Zinsen stark ansteigen oder die Einkommen in den Erwartungen zurückbleiben. Die Zinsbelastung der privaten Haushalte ist natürlich dort besonders hoch, wenn Immobilienkredite anders als in Deutschland üblicherweise mit variablen Zinsen ausgestaltet sind.

Private Haushalte befinden sich, wie schon angedeutet, in der Position des Schockabsorbers. Verstärkt wird dies durch den Trend, dass Risiken aus dem Finanzsektor auf den Haushaltssektor verlagert werden. Das zeigt sich in der wachsenden Bedeutung marktabhängiger Risiken bei Ansprüchen gegenüber Lebensversicherungen und Pensionsfonds und im Verkauf von Kreditrisiken an Pensionsfonds und Versicherungen.

Zum letzten Punkt Hedgefonds: Wir haben in den letzten Jahren hohe Zuflüsse in die Hedgefondsbranche verzeichnen können. Marktschätzungen zu Folge gibt es in der Zwischenzeit mehr als 7000 Hedgefonds, die ein Anlagevolumen von fast 1000 Mrd. US-\$ managen. Der Finanzmarkteinfluss dürfte allerdings noch höher sein, wenn man die Verschuldung und tendenziell höhere Transaktionsvolumina in Rechnung stellt. Auch hier ist die wesentliche Triebkraft: Die Suche nach Rendite angesichts des Niedrigzinsumfeldes. Worum es geht ist, dass diese Branche weitgehend unreguliert und wenig transparent ist. Deshalb erfordert die Branche mehr Wachsamkeit. Mehr Transparenz bei Hedgefonds zur Verbesserung der Marktdisziplin ist daher notwendig. Es wäre hilfreich, wenn offizielle Stellen einen besseren Einblick in die Risikolage hätten, um das mögliche systemische Risikopotenzial besser einschätzen zu können.

Ich komme zum allerletzten Punkt, meine Damen und Herren: Das internationale Finanzsystem wird natürlich auch beeinflusst durch das Verhalten der internationalen Finanzinstitutionen, insbesondere die Geschäftspolitik des internationalen Währungsfonds. Geschäftspolitische Entscheidungen des IWF können falsche Anreize setzen sowohl für Regierungen als auch für andere Marktteilnehmer. Mit Blick auf das Jahr 2005 wird unter britischem Vorsitz bei den G7 und unter chinesischem Vorsitz bei der G20 die Frage der strategischen Ausrichtung des internationalen Währungsfonds an der Spitze der Agenda stehen.

Diese Diskussion 60 Jahre nach Bretton Woods wird im Augenblick kontrovers geführt. Aus unserer Sicht gibt es drei Kernpunkte, die für uns Leitlinie sind. Erstens, dass die finanzielle Integrität des IWF gewahrt bleiben muss; zweitens, dass der IWF nicht falsche Anreize setzen darf und in die Rolle eines Versicherers für Schwellenländer hinein geraten darf und drittens, dass Entwicklungshilfeaktivitäten des IWF nicht monetär finanziert werden dürfen, dass die Mandate von IWF und Weltbank wieder stärker beachtet werden müssen.

Wir haben ein besonderes Interesse an der Wahrung der finanziellen Integrität des internationalen Währungsfonds auch angesichts unserer eigenen Einlagen beim IWF

von einem Volumen von 7 Mrd. US-\$. Der Charakter dieser Einlagen als jederzeit liquidierbare Währungsreserve muss erhalten bleiben. Wir sehen das Problem gemeinsam mit dem G10, die das im Oktober diesen Jahres diskutiert haben. Wir sehen das Problem, dass die Risiken im Kreditportfolio des IWF deutlich angestiegen sind, dass sich 70 % der Kredite auf 3 Schwellenländer konzentrieren. Es gibt hier kein Liquiditätsproblem für den IWF, aber es gibt ein gewachsenes Risiko im Kreditportfolio.

Infolge dieser Entwicklung hat der IWF Board auch bereits im Jahr 2002 eine Verdoppelung der Risikorücklagen auf 15 Mrd. US-\$ beschlossen. Auch im Kontext mit dieser veränderten Risikolage ist ein Rahmenwerk vereinbart worden, in dem der außergewöhnliche Zugang zu IWF Krediten an vier Kriterien gebunden wird, die gemeinsam erfüllt werden müssen: Es muss ein akuter, außergewöhnlicher Kapitalbilanzdruck bestehen, die Schuldensituation muss durchhaltbar sein, es muss die Erwartung bestehen, dass das betroffene Land im Rahmen des Programmes wieder Kapitalmarktzutritt erhält, es muss ein starkes Programm sein und die Fähigkeit des Landes zur Implementierung des Programmes muss vorhanden sein. Der Test dieses Rahmens steht noch aus.

Neben ordnungspolitischen Bedenken hat auch das gestiegene Risiko des IWF uns dazu gebracht, sehr vorsichtig mit Forderungen umzugehen, die in die Richtung gehen, dem IWF die Rolle eines Versicherers für Schwellenländer durch sogenannte „Precautionary Exceptional Access Programme“ zuzusprechen. Wir stehen dem äußerst zurückhaltend bis ablehnend gegenüber, ebenso was die Definition der Rolle des IWF gegenüber Niedrigeinkommensländern im Zusammenhang mit Entwicklungshilfe oder Entschuldung betrifft. Diese Forderungen, die hier auf politischer Ebene erhoben werden, sind nicht vereinbar mit dem monetären Charakter des IWF.

Ebenfalls im kommenden Jahr wird im Zentrum der internationalen Diskussion stehen, wie die sogenannten „Millennium Development Goals“ finanziert werden sollen. Hier gibt es Vorgaben der Politik aus dem Jahr 2000, bis zum Jahr 2015 bestimmte Entwicklungsziele zu erreichen. Die Finanzierung ist völlig offen. Normalerweise müssten diese Ziele aus den öffentlichen Haushalten finanziert werden. Dies ist angesichts der angespannten Haushaltsslage in den meisten Ländern offenbar nicht möglich. Die Politik steht hier vor einem Dilemma. Man überlegt sogenannte innovative Formen der Entwicklungsfinanzierung. Für uns ist hier entscheidend: Erstens, keine monetäre Finanzierung der Entwicklungspolitik und zweitens, keine Instrumente, die zu einer Verzerrung an den Märkten führen.



Professor Dr. Axel A. Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

Geldpolitik und Stabilität im neuen Europa

Festvortrag
Jubiläumsfeier zum 50-jährigen Bestehen des
AGA Unternehmensverbandes
Hamburg
Donnerstag, den 9. Dezember 2004

1. Einleitung

"Geldpolitik und Stabilität im neuen Europa" – bei diesem Thema denkt man unwillkürlich an die Erweiterung der Europäischen Union zum ersten Mai dieses Jahres und an die Herausforderungen, die sich dadurch für die Europäische Währungsunion in ihrer heutigen Form ergeben.

In der Tat hat der europäische Integrationsprozess durch den Beitritt zehn weiterer Mitgliedsländer zur Europäischen Union am ersten Mai dieses Jahres eine neue Dimension erhalten. Mit der Osterweiterung ist die Teilung des europäischen Kontinents endgültig überwunden.

Die neuen Mitgliedstaaten sind mit ihrem Beitritt zur EU zwar noch nicht Teil der Europäischen Währungsunion geworden. Der EU-Vertrag sieht aber ihre Aufnahme in die Währungsunion vor, wenn die dafür notwendigen Voraussetzungen, also insbesondere die Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrags, erfüllt sind.

Der institutionelle Rahmen der Geldpolitik in der Währungsunion bleibt für potentielle neue Mitgliedsländer

der gleiche wie für die Mitgliedsländer, die bereits von Anfang an dabei sind.

Mit dem Maastrichter Vertrag haben die europäischen Staaten die gemeinsame Geldpolitik von Anfang an auf das Ziel der Preisstabilität verpflichtet und gleichzeitig sichergestellt, dass die Europäische Notenbank und die nationalen Notenbanken bei der Erfüllung dieser Aufgabe von politischen Weisungen unabhängig sind. Damit wird der herausragenden Bedeutung der Preisstabilität für Wirtschaftswachstum und soziale Gerechtigkeit Rechnung getragen.

Wie Sie alle wissen, wird der EU-Vertrag in absehbarer Zeit durch eine Europäische Verfassung abgelöst. Anders als im ursprünglichen Entwurf nennt der Verfassungsvertrag in seiner jetzigen Form neben dem ausgewogenen Wirtschaftswachstum auch die Preisstabilität ausdrücklich als Ziel der EU. Die Aufnahme der Preisstabilität in den Zielkatalog ist nicht zuletzt dem hartnäckigen Einwirken von Seiten der Zentralbanken, insbesondere der EZB und der Bundesbank, zu verdanken.

Der Verfassungsvertrag bestätigt ferner das Mandat und sichert die Unabhängigkeit der EZB. Die Bundesbank hätte

es allerdings vorgezogen, wenn die Unabhängigkeit der nationalen Notenbanken – wie in der Währungsordnung von Maastricht – gemeinsam mit der Unabhängigkeit der EZB in der Grundsatzregelung des Artikels 29 verankert worden wäre, und nicht wie jetzt beschlossen erst in Teil III der Verfassung. Dieser kann in einem vereinfachten Verfahren, jedoch nicht ohne Zustimmung der nationalen Parlamente, geändert werden. Es sollte jedoch allen Beteiligten klar sein, dass die Unabhängigkeit des Eurosystems als wesentliche Rahmenbedingung für Preisstabilität ein unteilbares Ganzes ist. Die unterschiedlichen Regelungen im Verfassungsvertrag dürfen keine materiellen Konsequenzen haben.

Im Folgenden möchte ich zunächst skizzieren, wie die Europäische Zentralbank ihr Mandat zur Sicherung der Preisstabilität in den vergangenen sechs Jahren in die Praxis umgesetzt hat. Dabei werde ich sowohl auf die Grundsatzentscheidungen im Hinblick auf die geldpolitische Strategie eingehen als auch auf die spezifischen Probleme, die die Gewährleistung der Preisstabilität in manchen Phasen erschwert haben.

Wie bereits den Gründern der Währungsunion bewusst war, bedarf die Sicherung der Preisstabilität der Flankierung durch andere Politikbereiche. Vor diesem Hintergrund haben sich die Staats- und Regierungschefs mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zu haushaltspolitischer Disziplin verpflichtet. Auf die damit verbundenen Probleme und die aktuelle Diskussion um mögliche Reformen des Pakts werde ich im zweiten Teil meines Vortrags eingehen.

Im dritten und letzten Teil werde ich kurz diskutieren, welche Herausforderungen für die Geldpolitik des Eurosystems von einer sukzessiven Erweiterung der Währungsunion um die neuen EU-Mitgliedsländer ausgehen.

2. Stabilitätspolitik in der Praxis

Nach den negativen Erfahrungen mit einer akkomodierenden Geldpolitik im Gefolge der Ölpreisschocks der 1970er und frühen 1980er Jahre hat sich weltweit die Erkenntnis durchgesetzt, dass der beste Beitrag, den die Geldpolitik langfristig zur gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt zu leisten vermag, in der Sicherung der Preisstabilität liegt. Entsprechend klar gibt

der Maastricht-Vertrag dem Europäischen System der Zentralbanken diese Zielsetzung vor.

Eine genaue Definition dessen, was unter Preisstabilität zu verstehen ist, enthält der Vertrag von Maastricht allerdings nicht. Ein quantitativer Zielwert erleichtert aber die Verankerung der längerfristigen Preiserwartungen des privaten Sektors und gibt den Bürgern des Euroraums einen Maßstab zur Beurteilung der Notenbankpolitik an die Hand.

Der EZB-Rat veröffentlichte deshalb bereits im Herbst 1998 eine quantitative Definition von Preisstabilität. Bei der Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Mai vergangenen Jahres hat der EZB-Rat diese Definition noch einmal dahingehend präzisiert, dass er mittelfristig eine Teuerungsrate – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex – von „unter, aber nahe bei 2%“ anstrebt.

Ein Grund für diese Spezifikation der Preisniveaustabilität liegt in der allgemein anerkannten Tatsache, dass der gemessene Anstieg des Preisindexes die „wahre“ Inflationsrate vermutlich überzeichnet. Für Deutschland kommt die Bundesbank zu dem Ergebnis, dass - bezogen auf einen Lebenshaltungskostenindex - die ausgewiesene

Teuerungsrate im Durchschnitt um weniger als einen halben Prozentpunkt über der „wahren“ Teuerungsrate liegen dürfte.¹

Daneben spricht die Gefahr von geldpolitisch schwer kontrollierbaren Deflationsprozessen für einen gewissen Sicherheitsabstand der „wahren“ Inflationsrate von der Null-Linie. Die Notwendigkeit eines solchen Abstands resultiert letztlich aus der Tatsache, dass die Zentralbank den kurzfristigen Nominalzins nicht unter Null senken kann.

Vergleicht man die Zielvorgabe des Eurosystems mit den realisierten Inflationsraten, so ist zunächst festzustellen, dass die gemessene Teuerungsrate für den gesamten Euroraum in den vergangenen sechs Jahren nicht selten oberhalb der Zwei-Prozent-Marke lag. So auch seit April dieses Jahres, wobei die Teuerungsrate gegenüber dem Vorjahr zuletzt im November 2,2 Prozent nach 2,4 Prozent im Oktober betrug.

Nun hat der EZB-Rat allerdings stets betont, Preisstabilität nur auf mittlere Sicht gewährleisten zu können. Auf kürzere Sicht können geldpolitisch nicht kontrollierbare Schocks dazu führen, dass die Teuerungsrate höher oder niedriger

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht August 2002, S. 40-41.

ausfällt. Im laufenden Jahr waren insbesondere der neuerliche Anstieg der Ölpreise, aber auch erneute Anhebungen indirekter Steuern und administrierter Preise die Ursache für eine erhöhte Teuerungsrate.

Da sich geldpolitische Maßnahmen erst mit einiger Verzögerung auf die Preisentwicklung auswirken, muss der EZB-Rat für seine geldpolitischen Entscheidungen sowohl die kurz- als auch die längerfristigen Risiken für die Preisentwicklung im Auge behalten. Zu diesem Zweck stützt sich der Rat im Rahmen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems auf die wirtschaftliche und die monetäre Analyse und auf das Gegenprüfen der jeweiligen Informationen.

Die wirtschaftliche Analyse berücksichtigt die zentralen realwirtschaftlichen Indikatoren und Finanzmarktvariablen. Sie dient vor allem der Einschätzung der kurz- bis mittelfristigen Preisentwicklung. Dagegen zielt die monetären Säule auf den Zusammenhang zwischen dem Geldmengenwachstum und der Preisentwicklung über längere Horizonte ab.

Im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse kommt der Stab des Eurosystems in seiner jüngsten Projektion vom 2. Dezember zu dem Ergebnis, dass die Verbraucherpreise im kommenden Jahr mit einer Rate zwischen 1,5 % und 2,5 % und im Jahre 2006 mit einer Rate zwischen 1,0 % und 2,2 % steigen werden. Demnach besteht berechtigte Hoffnung, dass die Preissteigerungsrate während des Prognosehorizonts wieder unter die Zwei-Prozent-Marke sinken wird. Wir sehen dies in der zweiten Jahreshälfte 2005 als wahrscheinlich an.

Gleichwohl ist nicht zu übersehen, dass die deutliche Verstärkung des Preisanstiegs im Euro-Währungsgebiet nicht ohne Einfluss auf die langfristigen Inflationserwartungen geblieben ist. Damit sich diese Erwartungen nicht verfestigen, ist die Geldpolitik gefordert, den erhöhten Risiken auf der Preisseite weiterhin mit Wachsamkeit zu begegnen, um das Vertrauen in die Stabilität des Euro dauerhaft zu erhalten.

Risiken für die Preisstabilität gehen vor allem vom Anstieg der Ölpreise aus. Hier kommt es darauf an, potentielle Zweitrundeneffekte zu verhindern. Zu den potentiellen Risikofaktoren zählt ferner das kräftige Wachstum der

Geldmenge M3. Zwar zeigt die monetäre Analyse, dass die in den letzten drei Jahren gebildete Überschussliquidität vor allem Folge unsicherheitsbedingter Portfolioumschichtungen war. Werden die hohen Geldbestände allerdings nach Rückgang der Unsicherheiten weiter gehalten, so wächst die Wahrscheinlichkeit, dass die Mittel vielleicht doch nachfragewirksam verwandt werden.

Die Geldpolitik im Euroraum ist notwendigerweise für alle Länder gleich; sie kann deshalb keinen direkten Einfluss auf die Inflationsunterschiede ausüben.

Das Eurosystem hat den Inflationsunterschieden explizit Rechnung getragen, indem es seine Definition der Preisstabilität in Form einer mittelfristigen Inflationsrate von knapp unter zwei Prozent definiert hat, die auch die gegenwärtige Streuung der Inflationsraten berücksichtigt.

Falls persistente Inflationsunterschiede beispielsweise auf zu hohe Lohnabschlüsse oder strukturelle Verkrustungen zurückzuführen sind, ist es Aufgabe der nationalen Politik, hier Abhilfe zu schaffen.

3. Fiskalpolitische Flankierung der Geldpolitik

Mit dieser Überlegung sind wir bereits bei der Flankierung der Geldpolitik durch andere Politikbereiche angelangt. Selbst einer personell, institutionell und finanziell unabhängigen Notenbank wie der EZB kann es schwer fallen, Preisstabilität bei niedrigen Zinsen zu gewährleisten, wenn ihr Kurs nicht von einer stabilitätsorientierten Finanz- (und Lohn-)politik begleitet wird. Verfolgt die Finanzpolitik nämlich eine Politik, bei der ein erheblicher Teil der Ausgaben über Kredite finanziert wird, können die steigenden Zinsausgaben den fiskalischen Gestaltungsrahmen drastisch einschränken und zu einer nicht tragfähigen Schuldendynamik führen.

Die fiskalischen Regeln in der Währungsunion sollen möglichen Zielkonflikten zwischen der nationalen Finanzpolitik und der gemeinsamen Geldpolitik vorbeugen. Die Begrenzungen der staatlichen Defizit- und Schuldenquoten verbessern die Anreizstruktur und die Glaubwürdigkeit einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik.

Einschränkungen der staatlichen Verschuldungsmöglichkeiten kommt auch deswegen eine große Bedeutung zu, weil die Verschuldungsneigung der

Finanzpolitik durch die Währungsunion noch verstärkt wird. Denn bei gemeinsamer Geldpolitik entfällt der Zinsaufschlag, der von den Gläubigern als Kompensation für das nationale Inflations- und Abwertungsrisiko verlangt wird. Auf diese Weise werden können die negativen Folgen hoher Defizite und Schulden in der Währungsunion zumindest teilweise auf die anderen Mitgliedstaaten abgewälzt werden.

Allein auf die Sanktionsmechanismen der Finanzmärkte zu vertrauen, ist daher nicht ausreichend. Vielmehr sind Mindestanforderungen an die in nationaler Verantwortung verbliebene Finanzpolitik auf europäischer Ebene ökonomisch gut begründet. Eine solche Anforderung stellt der Referenzwert von 3% für die staatliche Defizitquote dar. Er erfüllt die zentralen Forderungen an eine finanzpolitische Regel: Einfachheit, Transparenz und Überprüfbarkeit.

Wie sind vor diesem Hintergrund die Vorschläge zu einer Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu beurteilen, die gegenwärtig diskutiert werden? Grundsätzlich zu begrüßen ist es meiner Auffassung nach, das bereits im EG-Vertrag enthaltene Schuldenkriterium zu konkretisieren und durchzusetzen. Danach darf die Obergrenze von 60%

für die staatliche Schuldenquote nur überschritten werden, wenn die Quote „hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert“. Diese Regelung erscheint sinnvoll, da gerade hohe und steigende Schuldenquoten die Glaubwürdigkeit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik gefährden. Daneben binden sie auch Kapital, das sonst in private Investitionen fließen könnte und damit dauerhaft Wachstum und Beschäftigung fördern würde.

In die richtige Richtung geht auch der Vorschlag, im Aufschwung verstärkt auf eine angemessene Ausrichtung der Finanzpolitik zu achten. Allerdings erscheinen mir hier die Durchsetzungsmöglichkeiten letztlich begrenzt.

Als problematisch sehe ich es dagegen an, bei der Definition des mittelfristigen Ziels eines „nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses“ länderspezifische Gegebenheiten zu berücksichtigen. Dadurch würden die Regeln für die Finanzpolitik komplexer, intransparenter und damit noch weniger durchsetzbar.

Keinesfalls sollte die 3%-Grenze aufgeweicht werden, indem die Ausnahmen ausgeweitet werden, bei denen sie

überschritten werden darf, oder indem längere Fristen für die Korrektur übermäßiger Defizite eingeräumt werden. Größere Ermessensspielräume verringern die Bindungswirkung der Regeln und eröffnen zusätzliche Einfallstore für an kurzfristigen politischen Motiven ausgerichtete Entscheidungen. Zumal die neuen Regeln deshalb nicht glaubwürdiger werden. Im Gegenteil: werden die Regeln nun, wo sie verletzt werden, geändert, kann dies nur dazu führen, dass auch die Glaubwürdigkeit der neuen Regeln leidet.

Einer weitgehenden Demontage des Pakts käme es meiner Ansicht nach gleich, wenn zukünftig bestimmte Ausgaben nicht bei der Berechnung des für die 3%-Grenze relevanten Defizits berücksichtigt würden. Damit würde diese Grenze faktisch aufgegeben. Außerdem würde das Signal ausgesendet, dass Regeln nur konsequent genug missachtet werden müssen, um sie zu Fall zu bringen. Damit wäre aber auch jede andere Begrenzung der staatlichen Verschuldung von vornherein unglaublich.

Die gegenwärtig diskutierten Vorschläge zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts gehen also meiner Ansicht nach ganz überwiegend in die falsche Richtung. Auch die

wenigen bedenkenswerten Vorschläge ändern so gut wie nichts an dem Grundproblem, dass eine angemessene Umsetzung der fiskalischen Regeln letztlich von den betroffenen politischen Akteuren selbst abhängt.

4. Erweiterung der Währungsunion

Ich komme nun zum letzten Teil meiner Überlegungen: den Herausforderungen, die sich durch das Entstehen eines „neuen Europas“ für die Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion ergeben. Dazu ist zunächst zu präzisieren, wie sich das im währungspolitischen Sinne „neue Europa“ von dem uns bisher vertrauten unterscheiden wird.

Am 1. Mai dieses Jahres sind acht mittel- und osteuropäische Volkswirtschaften sowie Malta und Zypern der Europäischen Union beigetreten. Eine der Voraussetzungen dafür, dass diese Länder auch der Währungsunion beitreten können, ist eine zumindest zweijährige Teilnahme am Wechselkursmechanismus II. Am 27. Juni dieses Jahres sind mit Estland, Litauen und Slowenien bereits drei der neuen EU-Mitgliedstaaten dem Wechselkursmechanismus II beigetreten. Diese Länder

(und übrigens auch Zypern) wollen alle bis spätestens 2007 der EWU beitreten. Die übrigen Staaten planen die Euro-Einführung für die drei darauf folgenden Jahre, also bis spätestens 2010.

Die Umsetzung dieser Pläne – darauf sei noch einmal hingewiesen – erfordert freilich, dass die Länder die Konvergenzkriterien von Maastricht bis dahin nachhaltig erfüllen. Der im Oktober von der Europäischen Zentralbank veröffentlichte jüngste Konvergenzbericht macht deutlich, dass in allen betroffenen Staaten weitere Konvergenzfortschritte erforderlich sind, damit dieses Ziel erreicht werden kann. Dabei ist es oftmals das Kriterium, die Nettoneuverschuldung unter 3 % des Bruttoinlandsprodukts zu halten, welches besondere Anstrengungen erfordert. Im Hinblick auf die von einigen neuen EU-Ländern dringend gebotenen Konsolidierungsanstrengungen ist die derzeitige Diskussion um eine Modifikation des Stabilitäts- und Wachstumspakts sicherlich eher kontraproduktiv.

Allen getroffenen Vorkehrungen zum Trotz ist es nicht auszuschließen, dass die Inflationsrate in den neuen EU-Mitgliedsländern möglicherweise auch nach ihrem Beitritt

zur Währungsunion die durchschnittliche Preissteigerungsrate in der EWU zeitweise übertrifft. Da das ökonomische Gewicht der neuen EU-Länder recht gering ist, darf man davon ausgehen, dass der Einfluss solcher Entwicklungen auf Stabilität und Geldpolitik im neuen Europa gering bleibt.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass eine strikte Anwendung der Konvergenzkriterien und eine konsequente Konsolidierungspolitik zur Gewährung der Geldwertstabilität beitragen - dies gilt im neuen wie im alten Europa.

* * *



Professor Dr. Hermann Remsperger

Mitglied des Vorstands
der Deutschen Bundesbank

**Inflationsdifferentiale im Euro-Raum:
Ursachen und Konsequenzen**

Vortrag an der Universität Heidelberg am 13.12.2004

Sehr geehrte Damen und Herren,

in der wirtschaftspolitischen Diskussion nehmen die Inflationsunterschiede im Euro-Raum bereits seit geraumer Zeit einen prominenten Platz ein. Meines Erachtens wird diese Thematik jedoch allzu oft auf die damit verbundenen Realzinsunterschiede reduziert. Dies führt dazu, dass einige Beobachter die unterschiedlichen Inflationsraten in den Ländern der Europäischen Währungsunion, insbesondere die im Vergleich zum Euro-Raum seit längerem unterdurchschnittlichen deutschen Inflationsraten, für das schwache deutsche Wirtschaftswachstum der letzten Jahre mitverantwortlich machen.

Diese Argumentationskette greift aber zu kurz. Die Gründe für die hartnäckige Stagnation der deutschen Wirtschaft liegen tiefer, nämlich hauptsächlich in den Strukturproblemen, die die Bundesbank in einer im letzten Jahr erschienenen Denkschrift mit dem Titel „Wege aus der Krise“ aufgezeigt hat.

Gleichwohl haben die Inflationsdifferenzen im Euro-Raum Implikationen sowohl für die geldpolitische Transmission als auch für die öffentliche Wahrnehmung der europäischen Geldpolitik. Und nicht zuletzt wirken sich die unterschiedlichen Inflationsraten im einheitlichen Währungsraum auch auf die realwirtschaftliche Entwicklung aus, aber – wie ich nachfolgend darlegen werde – eben nicht nur über Realzinsdifferenzen.

Das Thema ist also äußerst facettenreich, so dass ich mich auf einige Teilespekte beschränken muss. Einen wesentlichen Teil meiner Ausführungen bildet die Beschreibung der Hauptursachen für die Inflationsdifferenzen. Danach werde ich ihre Auswirkungen auf die realwirtschaftliche Aktivität diskutieren. Dabei geht es auch um die Frage, ob die Inflationsdivergenzen im Euro-Raum die Tendenz haben, sich selbst zu verstärken oder nicht. Anschließend werde ich erörtern, was die Inflationsdifferentiale für die gemeinsame Geldpolitik bedeuten. Zu allererst sollten wir aber einen Blick auf die Zahlen zu den Inflationsdifferenzen werfen.

1. Inflationsdifferenziale im Euro-Raum: Bestandsaufnahme

Der EZB-Rat definiert Preisstabilität als mittelfristigen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von unter, aber nahe 2%. Die durchschnittliche Inflationsrate auf Basis des HVPI lag im Euro-Raum mit Ausnahme von 1999 stets über der Stabilitätsmarke. Diese Zielüberschreitungen waren jedoch nicht zuletzt auf eine Reihe geldpolitisch kaum kontrollierbarer Entwicklungen, wie beispielsweise auf den Anstieg des Ölpreises und das Auftreten von Tierseuchen, zurückzuführen. Zudem hat der EZB-Rat stets betont, Preisstabilität nur auf mittlere Sicht gewährleisten zu können. Kurzfristig kann der Preisanstieg dagegen höher oder niedriger ausfallen. So gesehen war die Geldpolitik des Eurosystems bisher alles in allem durchaus erfolgreich.

Hinter der durchschnittlichen Inflationsrate des Euro-Raums stehen unterschiedliche Inflationsentwicklungen in den einzelnen Teilnehmerländern. Im Konvergenzprozess vor der Wirtschaftsunion nahm die ungewichtete Streuung der Inflationsraten im

späteren Euro-Raum aber deutlich ab. Die Standardabweichung der nationalen Inflationsraten sank von über 5 Prozentpunkten im Jahr 1990 auf unter einen Prozentpunkt zu Beginn der Währungsunion. Seitdem schwankt sie um dieses Niveau.¹ Damit ist die Streuung der Inflationsraten im Euro-Raum ähnlich hoch wie in den USA. Dort liegt die Standardabweichung der Inflationsraten der großen vier US Census Regionen bei etwa 0,5 Prozentpunkten und die der 14 Großstadtregionen des Bureau of Labour Statistics knapp unter einem Prozentpunkt. Hierbei ist jedoch zu bedenken, dass die Inflationsangaben des Euro-Raums mit denen der USA nicht direkt vergleichbar sind, da in den USA auch die Preisentwicklung für selbst genutztes Wohneigentum explizit berücksichtigt wird.

Entscheidend ist aber bei alldem, dass die Inflationsdifferenzen im Euro-Raum durch eine höhere regionale Persistenz charakterisiert sind. In den USA wechselt die Inflationsrangfolge der Regionen

¹ Die gewichtete Standardabweichung liegt etwas niedriger, entwickelte sich im Zeitverlauf aber sehr ähnlich.

häufiger als im Euro-Raum. Beispielsweise waren für Deutschland und Österreich seit 1999 stets Preissteigerungsraten unterhalb des Durchschnitts des Euro-Raums zu verzeichnen, während Irland, Spanien, Italien, Griechenland und Portugal immer über dem Durchschnitt lagen. Dabei belief sich der Abstand zwischen der deutschen Inflationsrate und der des Euro-Raums seit Beginn der EWU auf durchschnittlich rund 0,7 Prozentpunkte. Die Inflationsdifferenz zwischen Deutschland und Irland, dem Land mit der höchsten durchschnittlichen Inflationsrate, betrug 2,5 Prozentpunkte.

2. Ursachen der Inflationsdifferenzen im Euro-Raum

Die Gründe für diese Inflationsdifferenzen sind sehr komplex. Neben unterschiedlichen Positionen im Konjunkturzyklus führen auch die zwischen den Ländern variierenden Konsumstrukturen und damit die darauf basierenden unterschiedlichen Gewichte im Preisindex zu Inflationsdifferenzen. Auch Unterschiede in den Preismessungsmethoden der Teilnehmerländer spielen eine

Rolle, so zum Beispiel das divergierende Ausmaß der Implementierung hedonischer Qualitätsbereinigungsmethoden. Gerade in der jüngsten Vergangenheit haben sich auch Veränderungen administrierter Preise und Steuererhöhungen als wichtige, vorübergehende Einflussfaktoren der nationalen Preisentwicklungen erwiesen.

Bei näherer Analyse zeigt sich allerdings, dass vor allem zwei Aspekte eine besondere Rolle bei der Erklärung der Inflationsdifferenzen und ihrer Persistenz im Euro-Raum spielen, nämlich zum einen die realwirtschaftlichen und preislichen Konvergenzprozesse in der Währungsunion und zum anderen das Auftreten temporärer Preisschocks, die aufgrund von Unterschieden in den ökonomischen Strukturen längerfristige Effekte auf die Inflationsdifferenzen haben können. Lassen Sie mich beide Faktoren nachfolgend näher beleuchten.

2.1 Strukturelle Ursachen: Preiskonvergenz und Balassa-Samuelson-Effekt

Nach dem Gesetz des einheitlichen Preises müssen sich bei freiem Handel die Preisniveaus handelbarer Güter ohne Transportkosten zwischen Ländern langfristig angleichen. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass die Gütermärkte international hinreichend integriert sind. Entsprechend kam es mit der Vollendung des Binnenmarktes in den 90er Jahren zu einer deutlichen Angleichung der Preisniveaus für handelbare Güter in den Ländern des Euro-Raums.² So ist beispielsweise zwischen 1990 und 1999 die durchschnittliche Streuung der Preisniveaus handelbarer Güter in elf repräsentativen Großstädten des Euro-Raums um etwa 55% gesunken. Damit lag sie aber immer noch über der entsprechenden Streuung in 14 repräsentativen Großstädten der USA.³ Die verbliebenen Differenzen in den Preisen für handelbare Güter des Euro-Gebiets sind vor allem auf nationale

² Vgl. Rogers, J., G. Hufbauer und E. Wada, Price level convergence and inflation in Europe, Institute for International Economics, Working Paper 01-1, 2001; Weber, A. und G. Beck, Price stability, inflation convergence and diversity in EMU: Does one size fit all?, Diskussionspapier, Universität Köln, 2003.

³ Vgl. Rogers, J., G. Hufbauer und E. Wada (op. cit); Europäische Zentralbank, Preisniveaukanvergenz und Wettbewerb im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, August 2002.

Unterschiede bei den indirekten Steuern, den Marktstrukturen und der Wettbewerbsintensität zurückzuführen.⁴

Die Euro einföhrung stellt mit dem damit verbundenen Wegfall der Wechselkursunsicherheit, den niedrigeren Transaktionskosten und der höheren Preistransparenz einen weiteren wichtigen Schritt auf dem Weg zur Integration der europäischen Gütermärkte dar. Die Preise für handelbare Güter werden also weiter konvergieren. Dies zieht tendenziell eine Angleichung der Preisniveaus und damit während des Konvergenzprozesses auch entsprechende Inflationsdifferenzen zwischen den Ländern des Euro-Raums nach sich.

Im Rahmen der realwirtschaftlichen Konvergenz der aufholenden Volkswirtschaften an die Wirtschaftskraft der ökonomisch weiter entwickelten Teilnehmerländer besteht auch bei den Preisen für nichthandelbare Güter eine Tendenz zur Angleichung. Gesamtwirtschaftliche Produktivitätszuwächse entspringen vorrangig dem

⁴ Vgl. Europäische Kommission, Price dispersion in the internal market, 2001.

Sektor der handelbaren Güter. Bei vollständigem Wettbewerb und Arbeitskräftemobilität zwischen den Sektoren eines Landes – und damit bei gleichen Löhnen in allen Sektoren – bewirken die aus diesen Produktivitätszuwachsen im Sektor der handelbaren Güter resultierenden Lohnerhöhungen auch im Sektor nichthandelbarer Güter steigende Löhne. Da dort die Lohnerhöhungen jedoch nicht durch ein entsprechendes Produktivitätswachstum gedeckt sind, führen sie zu Preiserhöhungen.

Konkret impliziert dieser so genannte Balassa-Samuelson-Effekt, dass die aufholenden Länder tendenziell höhere Verbraucherpreisinflationsraten aufweisen als der Durchschnitt des Euro-Raums. Vor diesem Hintergrund dürften Länder wie Griechenland, Portugal und Spanien, deren Pro-Kopf-Einkommen noch deutlich unter dem EWU-Durchschnitt liegt, auch in Zukunft grundsätzlich höhere Inflationsraten aufweisen als beispielsweise Deutschland.

Die Einschränkung „grundsätzlich“ ist aber allein schon deswegen erforderlich, weil die quantitative Bedeutung des Balassa-

Samuelson-Effekts nicht überschätzt werden sollte. Viele der vorliegenden empirischen Studien⁵ deuten darauf hin, dass die realwirtschaftlichen Aufholprozesse ein strukturelles Inflationsdifferential von etwa einem halben Prozentpunkt zwischen dem Euro-Raum und Deutschland implizieren. Und mit zunehmender realwirtschaftlicher Konvergenz wird der Einfluss des Balassa-Samuelson-Effekts noch weiter abnehmen.

Für die am 1.Mai dieses Jahres neu in die EU aufgenommenen Volkswirtschaften gilt jedoch, dass sie vor allem aufgrund ihres wirtschaftlichen Aufholprozesses aus strukturellen Gründen oft deutlich höhere Inflationsraten aufweisen und in der Zukunft noch aufweisen werden. Beispielsweise sind die Preisniveaus der Tschechischen Republik, Ungarns, Polens und der Slowakei nur etwa halb so hoch wie das Preisniveau des Euro-Raums. Allerdings sind die Preisniveaueangaben dieser Länder wegen unter-

⁵ Für einen Überblick siehe European Central Bank, Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications, 2003.

schiedlicher Abgrenzungen und aufgrund von Messproblemen nicht direkt mit denen des Euro-Raums vergleichbar.

Überdies ist davon auszugehen, dass es in den Beitrittsländern neben dem Balassa-Samuelson-Effekt noch weitere Faktoren gibt, die dort zu höheren Inflationsraten führen könnten. Hier sind beispielsweise die anfänglichen Nachfragewirkungen zunehmender Kapitalzuflüsse in diese Länder zu nennen, aber auch steigende Staatsdefizite und die Effekte noch kommender Preisliberalisierungsmaßnahmen. Führen diese Faktoren in der Summe zu vergleichsweise hohen nationalen Inflationsraten in diesen Ländern, wäre ein zu früher Eintritt in die Währungsunion mit einem deutlichen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verbunden. Die Einsicht in diese Zusammenhänge hat sich mittlerweile weitgehend durchgesetzt.

2.2 Persistente Effekte temporärer Schocks

Zu den divergierenden Inflationsraten im Euro-Raum haben auch länderspezifische temporäre Einflüsse beigetragen. Vor allem

regionale Angebots- und Nachfrageschocks sind hier zu nennen.

Darüber hinaus hat es seit Beginn der EWU aber auch Preisshocks gegeben, die zwar alle Mitgliedstaaten trafen, sich aber unterschiedlich auf ihre Preissteigerungsraten auswirkten.

Hier ist zunächst an die Energiepreise, insbesondere an den Ölpreis, zu denken. Sein Anstieg wirkt sich in den einzelnen Teilnehmerländern je nach Produktionsstruktur und Energieabsorption der privaten Haushalte unterschiedlich stark auf die Verbraucherpreise aus. So liegt die Energieintensität der Wirtschaft beispielsweise in Spanien, Belgien, Portugal, Griechenland und Finnland mit einem Verbrauch von über 200 Kilogramm Rohöl-einheiten pro 1000 Euro Wertschöpfung deutlich über dem Euro-Raum-Durchschnitt von etwa 180 Kilogramm. Dies erklärt möglicherweise zum Teil, warum diese Länder nach dem Ölpreisanstieg der Jahre 1999 und 2000 auch einen überdurchschnittlichen Anstieg ihrer Inflationsraten zu verzeichnen hatten.⁶

⁶ Die empirische Evidenz zeigt, dass der Effekt von Ölpreisänderungen auf die inländische Teuerungsrate allgemein signifikant von der Erdölintensität der Produktion abhängt. Siehe hierzu z.B. Égert, B.,

Natürlich sind in diesem Zusammenhang auch die Preiswirkungen von Wechselkursänderungen zu nennen. Je nach dem Anteil der Warenimporte aus dem Nicht-Euro-Währungsgebiet fiel beispielsweise der unmittelbare Einfluss der Euro-Abwertung in der Zeit von 1999 bis 2000 auf die nationale Verbraucherpreisentwicklung unterschiedlich stark ins Gewicht. So ist in Finnland und Irland der Anteil der Importe aus Nicht-EWU-Ländern an den gesamten Warenbezügen aus dem Ausland mit rund 62% bzw. 76% deutlich höher als im EWU-Durchschnitt mit etwa 49%. Dadurch waren die Folgen der Euro-Abwertung der Jahre 1999 und 2000 in diesen beiden Ländern besonders spürbar, was teilweise ihre überdurchschnittlichen Inflationsraten in den ersten Jahren der EWU erklärt.

Temporäre Preisschocks, die sich auf die Teilnehmerländer unmittelbar unterschiedlich stark auswirken, führen zu anhaltenden Inflationsdifferenzen, wenn sie auf ein hohes Beharrungs-

D. Ritzberger-Grünwald und M.A. Silgoner, Inflationsdifferentiale in Europa: Erfahrungen der Vergangenheit und Blick in die Zukunft, Österreichische Nationalbank, Geldpolitik & Wirtschaft, Q1/2004.

vermögen der Inflationsraten treffen.⁷ So deutet die empirische Evidenz darauf hin, dass sich die Inflationserwartungen im Euro-Raum bislang noch stark an der vergangenen Preisentwicklung orientieren. Die Inflationsentwicklung im Euro-Raum ist durch ein hohes Maß an Persistenz gekennzeichnet, das heißt, dass die laufende Inflationsrate stark von der vergangenen Inflationsentwicklung abhängt. Entsprechend ergibt sich in einem einfachen autoregressiven Modell der Inflationsrate im Euro-Raum eine Halbwertzeit von fast sechs Quartalen. Es dauert somit nahezu eineinhalb Jahre, bis die anfänglichen Auswirkungen eines Preisschocks auf die Inflationsrate zur Hälfte wieder abgebaut sind. Asymmetrisch wirkende kurzfristige Preisschocks können so zur Ursache längerfristiger Inflationsdifferenzen werden.

Aber selbst zunächst symmetrisch wirkende Preisschocks können lang dauernde Inflationsunterschiede nach sich ziehen, wenn sich die Länder signifikant im Ausmaß der Inflationspersistenz unter-

⁷ Vgl. Angeloni, I. und M. Ehrmann, Euro area inflation differentials, ECB Working Paper No. 388, September 2004.

scheiden. So scheinen sich in einigen Ländern die Inflationserwartungen wesentlich stärker an den vergangenen Inflationsraten zu orientieren, als dies beispielsweise in Deutschland der Fall ist.⁸ Auch nach Abschaffung der 'scala mobile' dauert es in Italien auch heute noch fast zwei Jahre, bis der anfängliche Effekt eines Preisschocks auf die Inflationsrate zur Hälfte abgebaut ist. In Deutschland dagegen beträgt diese Halbwertzeit weniger als ein Jahr. Durch die nationalen Unterschiede im Grad der Inflationspersistenz können die Inflationsraten einiger Länder im Euro-Raum auch noch gewisse Zeit nach einem einheitlichen Schock stark vom Ausgangswert abweichen, während die Inflationsrate beispielsweise in Deutschland bereits wieder zu ihm zurückgekehrt ist.

⁸ Vgl. Benigno, P. und D. Lopez-Salido, Inflation persistence and optimal monetary policy in the euro area, ECB Working Paper No. 178, 2002.

3. Realwirtschaftliche Implikationen von Inflations-differentialen

Nunmehr stellt sich die Frage, welche realwirtschaftlichen Effekte mit den beobachteten persistenten Inflationsdifferentialen verbunden sind. Bei einer geringen Arbeitskräftemobilität, wie sie der Euro-Raum unter anderem wegen sprachlicher und kultureller Unterschiede aufweist, fällt vor allem dem Preismechanismus die zentrale Aufgabe zu, Angebot und Nachfrage in Übereinstimmung zu bringen. Bis zu einem gewissen Grad sind demnach unterschiedliche Inflationsraten zwischen den Teilnehmerländern der EWU notwendig und wünschenswert. Sie reflektieren notwendige Anpassungen relativer Preise.

Als problematisch können demnach nur solche Inflationsdifferenzen angesehen werden, die über diesen Anpassungsmechanismus für längere Zeit hinausgehen. Einige Beobachter befürchten, solche Inflationsdifferenzen würden sich selbst verstärken, da sie bei einheitlichem Nominalzinsniveau mit entsprechend unter-

schiedlichen Realzinsen verbunden sind. Länder mit höheren Inflationsraten hätten niedrigere Realzinsen. Dadurch würde die wirtschaftliche Aktivität in diesen Ländern zusätzlich angeregt und so der Preisdruck weiter erhöht. Länder mit niedrigeren Inflationsraten hingegen hätten höhere Realzinsen und würden zusätzlich gebremst.

In diesem Zusammenhang ist zunächst hervorzuheben, dass insbesondere die Investitionsentscheidungen eher von den langfristigen Realzinsen auf Basis der langfristigen Inflationserwartungen abhängen. Die jeweilige aktuelle Inflationsrate ist hier nicht entscheidend. Bei einer an Preisstabilität ausgerichteten, glaubwürdigen Geldpolitik orientieren sich die Inflationserwartungen auch bei kurzfristig inflationären Schocks an der geldpolitisch intendierten Rate. Tatsächlich sind im Euro-Raum die nationalen Unterschiede bei den langfristigen Inflationserwartungen wesentlich geringer als bei den laufenden Inflationsraten. So lag die für Deutschland langfristig erwartete Inflationsrate seit Beginn der

Währungsunion im Mittel nur um 0,1 Prozentpunkte unter der des Euro-Raums, verglichen mit einer durchschnittlichen Differenz von 0,7 Prozentpunkten bei der laufenden Inflationsrate. Die auf der Basis von langfristigen Erwartungen berechnete Realzinsdifferenz im Euro-Raum ist deutlich kleiner als das entsprechende Differential auf der Grundlage der tatsächlichen Inflationsraten.

Darüber hinaus steht dem Realzinseffekt ein stabilisierender Außenhandelseffekt gegenüber: Länder mit geringeren Preissteigerungsraten gewinnen mit der Zeit an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, während Länder mit höheren Inflationsraten an Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Dies gilt vor allem im Verhältnis der EWU-Länder untereinander, aber auch im Verhältnis zu Ländern außerhalb des Euro-Raums. So hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber seinen wichtigsten Handelspartnern seit Beginn der EWU um etwa 3½% verbessert (Stand 3. Quartal 2004). Gegenüber den anderen EWU-Ländern hat die Wettbewerbsfähigkeit sogar um etwa 7% zugenommen.

Diese Entwicklung passt zur deutlichen Verbesserung der deutschen Leistungsbilanz von einem Defizit von 1,1% des BIP im Jahr 1999 auf einen Überschuss in Höhe von 2,2% im Jahr 2003 und etwa 3,4% in den ersten drei Quartalen dieses Jahres. Damit soll aber keineswegs gesagt werden, dass die Veränderung in der Leistungsbilanz primär über die preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu erklären sei. Nicht zuletzt aufgrund der guten Wettbewerbsposition der deutschen Wirtschaft bildete der Außenhandel aber gleichwohl den Motor der derzeitigen konjunkturellen Aufwärtsbewegung.

Länder mit überdurchschnittlichen Inflationsraten, wie Spanien und Italien, erfuhren dagegen eine signifikante Verschlechterung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit, selbst wenn man berücksichtigt, dass ein gewisses Maß an relativer Preisverschiebung - wie schon erläutert - durch überproportionale Produktivitätssteigerungen bedingt sein könnte. So sind die Preise in Spanien – gemessen am Deflator des Gesamtabsatzes, der die Preis- und

Kostenentwicklung einer Volkswirtschaft umfassend abbildet – seit Beginn der Währungsunion um insgesamt 9½% stärker gestiegen als im übrigen Euro-Raum. Für Italien beläuft sich die so gemessene „reale Aufwertungsrate“ auf 8,2%.

Seit 1999 hat sich in diesen Ländern zum Teil auch dadurch der Leistungsbilanzsaldo verschlechtert, obgleich dazu auch andere Einflüsse beigetragen haben, wie etwa das Konjunkturgefälle zu den jeweiligen Handelspartnern und die Unterschiede in der Produktpalette sowie der regionalen Struktur des Außenhandels der betreffenden Länder. Welche Anpassungserfordernisse sich aus der Veränderung in der preislichen Wettbewerbsposition wiederum für die Lohn- und Wettbewerbspolitik ergeben, müsste meines Erachtens noch viel intensiver als bisher diskutiert werden.

Empirische Ergebnisse für Deutschland deuten darauf hin, dass der mit der Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit verbundene stabilisierende Außenhandelseffekt auf mittlere Sicht

ein bedeutsames Gegengewicht zu dem Realzinseffekt darstellt.⁹

Die im EWU-Vergleich unterdurchschnittliche Inflationsentwicklung in Deutschland und die damit verbundenen höheren Realzinsen führen also per saldo wohl kaum zu einer Schwächung der deutschen Wirtschaft. Im Gegenteil: Der hohe Grad an Preisstabilität in Deutschland stützt die wirtschaftliche Aktivität. Dennoch bleiben Anpassungserfordernisse innerhalb des Euro-Gebiets bestehen. Letztlich können hier nur eine moderatere Lohnpolitik und die Stärkung des Wettbewerbs in den betreffenden Ländern für Entlastung sorgen.

4. Konsequenzen für die Geldpolitik des Eurosystems

Die Geldpolitik des Eurosystems (ESZB) hat es jedenfalls nicht in der Hand, solchen Verschiebungen in den Preisrelationen innerhalb des Euro-Raums Rechnung zu tragen. Artikel 105 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft legt als

⁹ Vgl. European Central Bank, Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications, September 2003.

vorrangiges Ziel des ESZB die Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Raum fest. Das ESZB ist damit verpflichtet, seine Geldpolitik an der durchschnittlichen Preisentwicklung im Euro-Raum auszurichten. Von diesem Durchschnitt abweichende nationale Entwicklungen können somit schon wegen dieses Mandats keine besondere Beachtung finden, wenn sie nicht auch Einfluss auf das Euro-Raum-Aggregat haben. Darüber hinaus ist es der einheitlichen Geldpolitik instrumentell ohnehin nicht möglich, die Inflationsentwicklung in einzelnen Teilnehmerländern gezielt zu beeinflussen.

Dies bedeutet aber natürlich nicht, dass das ESZB die Inflationsdifferenzen ignoriert: So wurde die Definition von Preisstabilität unter anderem auch damit begründet, dass nationalen Inflationsdifferenzen im Euro-Raum Rechnung getragen werden soll. So soll vermieden werden, dass es in Ländern mit unter dem Durchschnitt des Euro-Raums liegenden Inflationsraten zu deflationären Entwicklungen kommen kann.

Die empirische Evidenz¹⁰ deutet darauf hin, dass selbst bei einem besonders stark ausgeprägten Balassa-Samuelson-Effekt die durchschnittliche Inflationsrate des Euro-Raums dauerhaft unter 1% sinken müsste, damit negative Preissteigerungsraten in Deutschland überhaupt erst auftreten. Die vom ESZB angestrebte Inflationsrate von unter, aber nahe 2% stellt somit eine ausreichende Absicherung gegenüber solchen hypothetischen Gefahren dar.

Eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik, wie sie vom ESZB verfolgt wird, ist auf längere Sicht gesehen überdies das beste Mittel, dem Problem der Inflationspersistenz zu begegnen. Bei einer glaubwürdig strikt an der Gewährleistung von Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik werden sich die Inflationserwartungen langfristig stärker an der von der Zentralbank angestrebten Inflationsrate und weniger an der vergangenen Inflationsrate orientieren. Dies führt zu einer schwächeren

¹⁰ Vgl. European Central Bank, Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications, September 2003.

Inflationspersistenz, also zu einem geringeren Beharrungsvermögen der Inflationsdifferenzen.

5. Vier Kernthesen

Lassen Sie mich zum Abschluss meine Überlegungen in vier Kernthesen kurz zusammenfassen.

Erstens: Mit einem vollständigen Abbau von Inflations-differentialen im Euro-Raum ist nicht zu rechnen. Dies wäre auch nicht wünschenswert, weil Anpassungen relativer Preise notwendig sind, um länderspezifische Schocks besser auffangen zu können.

Zweitens: Um darüber hinausgehende hartnäckige Inflations-differenzen abzubauen, sind insbesondere Anstrengungen der nationalen Träger der Wirtschaftspolitik erforderlich, da hier der einheitlichen Geldpolitik sehr enge Grenzen gesetzt sind. Der beste Beitrag der Geldpolitik zum Abbau der Inflationsdifferenzen

besteht in der Verringerung der Inflationspersistenz durch eine glaubwürdige Ausrichtung am Ziel der Preisstabilität.

Drittens: Bei einer angemessenen Berechnungsweise sind die oft beklagten Realzinsdifferenzen im Euro-Raum nicht so groß, wie häufig unterstellt wird. Hinzu kommt, dass vergleichsweise hohen Realzinsen ein stabilisierender Außenhandelseffekt gegenübersteht. Länder mit geringen Preissteigerungsraten – wie Deutschland – gewinnen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit.

Viertens: Länder mit höheren Inflationsraten verlieren tendenziell an preislicher Wettbewerbsfähigkeit. Die nationalen Wirtschaftspolitiken im Euro-Raum dürfen die daraus resultierenden Anpassungserfordernisse nicht ignorieren, zumal es den früheren Ausweg der Anpassung über eine nominale Abwertung in der Währungsunion nicht mehr gibt.