

**Prof. Dr. Hermann Remsperger**  
Mitglied des Vorstands  
der Deutschen Bundesbank

**Stabilitätspolitik im Spannungsfeld von Preisgefahren,  
Wachstumsrisiken und Marktturbulenzen**

Vortrag bei der 46. Kreditwirtschaftlichen Vortragsreihe  
des Bankendialogs Karlsruhe  
am Mittwoch, 10. Dezember 2008

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 20

## I Bestandsaufnahme

Die Weltwirtschaft befindet sich derzeit in einer außergewöhnlich schwierigen Phase. Wir erleben die schwerste Finanzkrise seit Jahrzehnten. Ausgehend von den Vereinigten Staaten ist das internationale Finanzsystem seit August 2007 in immer neuen Wellen von heftigen Turbulenzen erschüttert worden. Die Verhältnisse an den Finanzmärkten haben sich dabei in kürzester Zeit gravierend verändert.

Die Dynamik früherer Jahre ist in einzelnen Marktsegmenten einer regelrechten Schockstarre gewichen. Einigen Geschäftsmodellen wurde buchstäblich über Nacht die Grundlage entzogen. Schieflagen und der Zusammenbruch von Finanzinstituten waren die Folge. Regierungen und Zentralbanken sahen sich gezwungen, mit beispiellosen Hilfsmaßnahmen gegen einen drohenden Kollaps des Finanzsystems vorzugehen.

Inzwischen zeigen sich die Auswirkungen der Finanzkrise immer deutlicher auch im realen Sektor. Der globale Wirtschaftsabschwung hat sich in jüngster Zeit beschleunigt. Einige wichtige Länder befinden sich bereits in der Rezession. Der IWF geht in seiner jüngsten Prognose davon aus, dass die Wirtschaftsleistung in den Industrieländern im kommenden Jahr um 0,3 % sinken wird. Auch in den Schwellenländern, die lange Zeit als Hoffnungsträger der Weltkonjunktur galten, wird sich die Wachstumsdynamik im Jahr 2009 deutlich auf 5,1 % abschwächen. Die noch vor nicht allzu langer Zeit populäre Vorstellung, dass sich die Schwellenländer von einer schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung in den Industrieländern abkoppeln könnten, hat sich inzwischen als Wunschdenken entpuppt.

In Deutschland hat sich die gesamtwirtschaftliche Lage in den vergangenen Wochen und Monaten ebenfalls nochmals deutlich eingetrübt. Im dritten Quartal sank die Wirtschaftsleistung im Vergleich zum Vorquartal (saison- und kalenderbereinigt) um 0,5 %. Das aktuelle Indikatorenbild deutet darauf hin, dass auch im vierten Quartal mit einem

---

Sperrfrist: 10. Dezember 2008, 18:00 Uhr MEZ

rückläufigen Bruttoinlandsprodukt zu rechnen ist. Wir gehen also technisch gesprochen mit einem erheblichen statistischen Unterhang in das kommende Jahr hinein. Selbst wenn es dann im Verlauf des nächsten Jahres keine weiteren größeren Produktionseinschränkungen mehr gäbe, sondern Stagnation vorherrsche, würde aus dieser Konstellation für den Jahresdurchschnitt 2009 ein Minus des realen Bruttoinlandsprodukts von 0,8 % resultieren. Zugleich erwarten wir entsprechend unserer gerade veröffentlichten Prognose, dass sich der Preisanstieg im nächsten Jahr weiter verlangsamt und im Jahresmittel auf 0,8 % zurückgeht.

Und was für die Preise in Deutschland gilt, trifft in gewisser Weise auch global zu: Vor dem Hintergrund einer sich deutlich abschwächenden Wirtschaftsaktivität und rasch sinkender Rohstoffpreise sind die noch Mitte dieses Jahres ausgeprägten Inflationssorgen inzwischen stark in den Hintergrund getreten. Der Disinflationsprozess ist vor allem in den Industrieländern rasch vorangeschritten. Der IWF prognostiziert für diese Ländergruppe einen Rückgang der Inflation von 3,6 % in diesem Jahr auf 1,4 % im kommenden Jahr. Darin sehe ich einen Lichtblick.

Bei alledem wird häufig argumentiert, dass Inflations- und Deflationsprozesse zeitlich sehr nahe beieinander liegen können. Und gerade deshalb möchte ich an dieser Stelle betonen, wie wichtig es ist, rückläufige Inflationsraten nicht mit Deflation, also einem dauerhaften und sich selbstverstärkenden Rückgang des Preisniveaus, zu verwechseln. Disinflation und Deflation unterscheiden sich fundamental.

Richtig ist, dass wir im ersten Halbjahr 2008 einen unerwartet starken Anstieg der Inflation erlebt haben. Dieser wurde maßgeblich von drastischen Preissteigerungen bei Industrie-, Agrar- und Energierohstoffen getrieben. Mitte des Jahres hat sich dieser Trend umgekehrt. Seit kurzem spüren wir als Konsumenten insbesondere beim Tanken und beim Kauf von Lebensmitteln die positiven Auswirkungen der Disinflation. Und ich hatte eben schon im

Zusammenhang mit unserer jüngsten Prognose darauf hingewiesen, dass der Anstieg der Verbraucherpreise im Verlauf des nächsten Jahres zunächst weiter zurückgehen wird. Nach einem Tiefpunkt um die Jahresmitte dürfte die Teuerung in Deutschland jedoch ab Herbst 2009 wieder ansteigen. Was bei alledem äußerst unwahrscheinlich ist, sind dauerhaft fallende Preise auf breiter Front. Die verschiedentlich geäußerte Auffassung, dass die derzeitige Disinflation in eine Deflation münden könnte, teile ich deshalb aus heutiger Sicht ausdrücklich nicht.

Auch die Umfragen der EZB zeigen keine Deflationserwartung: Die langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Raum sind weitgehend stabil und auf niedrigem positiven Niveau verankert. Entsprechend den Umfragewerten des Survey of Professional Forecasters waren die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen seit der Einführung der Gemeinschaftswährung fast immer, so auch derzeit, im Einklang mit unserem Ziel, mittelfristig die Preissteigerung unter, aber nahe 2 % zu halten. Diese Definition von Preisstabilität ist von der EZB bewusst so gewählt worden, dass sie nicht nur einen Schutz gegen inflationäre, sondern auch gegen deflationäre Tendenzen bietet.

Lassen Sie mich die Entwicklung des letzten halben Jahres kurz und bündig dahingehend zusammenfassen, dass nach den Inflationssorgen nun die Wachstumsrisiken zusammen mit der Finanzkrise im Fokus der Politik stehen. Die derzeitige und absehbare Wirtschaftsentwicklung verdeutlicht, wie herausfordernd das Spannungsfeld zwischen Preisen, Konjunktur und Finanzstabilität sein kann. Regierungen und Notenbanken stehen weltweit vor der Herausforderung, die Stabilität und Funktionsfähigkeit des Finanzsektors wieder herzustellen und längerfristig zu sichern und gleichzeitig rezessiven Tendenzen entgegenzutreten, ohne neue Preisrisiken zu fördern.

Oder allgemeiner formuliert: Es muss die Gefahr vermieden werden, dass mit der Krisenbewältigung von heute unbeabsichtigt der Boden für eine Krise von morgen bereitet

wird. Vor diesem Hintergrund möchte ich mich jetzt zunächst etwas näher mit der aktuellen Krisenbewältigung beschäftigen. Danach geht es mir um die Krisenprävention.

## **II Kriterien für das Krisenmanagement: zeitnah, zielgenau und zeitlich befristet**

Ich bin der Überzeugung, dass die Politik gut beraten ist, sich auch in Ausnahmesituationen an allgemeinen Kriterien zu orientieren. Als eine einfache, aber gewiss nicht ausreichende Formel für fiskalpolitische Maßnahmen taucht dafür seit einiger Zeit immer wieder ein „triple t“ auf. Es steht für „timely, targeted, temporary“. Meines Erachtens haben diese Kriterien im Krisenmanagement auch für andere Politikbereiche durchaus eine gewisse Bedeutung. Die zur Krisenbewältigung ergriffenen Maßnahmen sollten zeitnah, zielgenau und zeitlich befristet sein, womit wir im Deutschen bei den drei „z“-Kriterien wären.

Besonders wichtig erscheint mir beim Krisenmanagement, auf die zeitliche Befristung von Maßnahmen und idealerweise auch auf ihre Zurückführbarkeit zu achten. Der Ausnahmecharakter des Krisenmanagements wird am besten dadurch verdeutlicht, dass die zu ergreifenden Maßnahmen nach Möglichkeit von Anfang an mit einer expliziten Exit-Strategie verbunden sind. Wenn sich aber in der Krise Maßnahmen finden und rasch durchführen lassen, die nicht nur der Krisenbewältigung dienen, sondern die zugleich zum Gerüst einer mittel- und langfristig orientierten Wirtschaftspolitik gehören, dann sind diese natürlich vorzuziehen.

Zielgenaue Maßnahmen zeichnen sich dadurch aus, dass sie dort ansetzen, wo der Erfolg am größten erscheint, dass unvermeidliche Verzerrungen staatlichen Handelns – etwa in Form von Wettbewerbs- oder Verdrängungseffekten – möglichst klein gehalten werden und dass der Steuerzahler nicht über Gebühr belastet wird. Zur Zielgenauigkeit gehört aber immer auch – und das möchte ich ausdrücklich hervorheben –, dass die Maßnahmen zum

ordnungspolitischen Rahmen passen. Dazu zählen nicht zuletzt die Fiskalregeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

Eine zeitnahe, also schnelle Reaktion setzt voraus, dass die Dimension einer Krise frühzeitig erkannt wird. Ich räume ein, das ist leichter gesagt als getan. In der Praxis ist häufig schwer zu erkennen, ob und wann beispielsweise die Gefahr einer gravierenden Rezession gegeben ist, oder ob und wann die Notwendigkeit für den Übergang von fallweisen Rettungsmaßnahmen im Finanzsektor hin zu einem systemischen Ansatz gekommen ist.

Um Ihnen zu illustrieren, was ich mit diesen allgemeinen Anmerkungen konkret meine, möchte ich zunächst einige liquiditäts- und zinspolitische Maßnahmen betrachten, die seit Ausbruch der Finanzkrise ergriffen worden sind. Danach gehe ich auf die staatlichen Rettungspakete zur Bewältigung der Finanzkrise ein. Die Diskussion von Konjunkturprogrammen würde jedoch den Rahmen dieses Vortrags sprengen.

### ***Liquiditäts- und Zinspolitik***

Bereits im Sommer 2007 gingen mit den Marktturbulenzen erste Verspannungen am Geldmarkt einher, die sich mit der Zuspitzung der Finanzmarktkrise verstärkten. Die Maßnahmen der Zentralbanken waren dabei von Anfang an – und damit zeitnah – darauf ausgerichtet, die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts zu unterstützen bzw. wiederzubeleben. Dies erforderte eine Erweiterung und einen flexibleren sowie letztlich auch zielgenaueren Einsatz des liquiditätspolitischen Instrumentariums. Die Anpassungen und Erweiterungen gingen dabei in zwei Richtungen. Zum einen wurde die durchschnittliche Fristigkeit des ausstehenden Refinanzierungsvolumens verlängert. Zum anderen wurden der Geschäftspartnerkreis für Refinanzierungsgeschäfte und die Palette der dafür zugelassenen Sicherheiten ausgeweitet.

Ein Vorziehen der Liquiditätsbereitstellung innerhalb der Reserveperiode gleich zu Beginn der Marktturbulenzen und eine Verschiebung der Struktur der Refinanzierung zu Gunsten längerer Laufzeiten waren erste wichtige Schritte hin zur Verminderung der Anspannungen auf den Geldmärkten. Das Eurosystem hat hierzu – innerhalb seines bestehenden geldpolitischen Handlungsrahmens – seit August 2007 die Frequenz und das Volumen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte erhöht. Im April 2008 wurde erstmalig ein 6-Monatstender angeboten. Gleichzeitig wurde aber auch das Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit einwöchiger Laufzeit reduziert.

Auch die Fed stellt seit August 2007 neue umfangreiche längerfristige Offenmarktgeschäfte zur Verfügung. Darüber hinaus hat sie den Geschäftspartnerkreis sukzessive erweitert, damit die Liquidität zielgenau dorthin gesteuert werden kann, wo die größten Engpässe sind. Im August 2007 wurde das Diskontprogramm und im Dezember 2007 das neue Auktionsverfahren, die so genannte Term Auction Facility (TAF), eingeführt. Da diese neben Primary Dealern nun grundsätzlich auch Einlageninstituten zugänglich sind, war dies der erste Schritt hin zu einem leichteren Zugang der Banken zu Zentralbankliquidität. Seit März 2008 sind schließlich Investmentbanken ebenfalls für Übernachtskredite der Fed zugelassen. Weiterhin hat die amerikanische Zentralbank sukzessive den Sicherheitenrahmen erweitert. Seit März 2008 werden nun auch strukturierte Produkte mit AAA-Rating akzeptiert.

Durch die deutliche Verschärfung der Bedingungen am Geldmarkt nach der Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September dieses Jahres sahen sich die Zentralbanken neuen Herausforderungen gegenüber. Um den Zugang solventer Kreditinstitute zu Liquidität sicherzustellen, führt das Eurosystem seit Oktober 2008 sowohl die Haupt- als auch die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte als Mengentender zum Festsatz durch. Alle Gebote der Geschäftspartner werden bedient, sofern eine ausreichende Besicherung gewährleistet ist. Gleichzeitig wurde der Kreis der bei der EZB zugelassenen Sicherheiten moderat ausgeweitet.

---

Sperrfrist: 10. Dezember 2008, 18:00 Uhr MEZ

Die Fed akzeptiert seit September eine ganze Reihe weniger liquider Sicherheiten wie etwa hypothekarisch besicherte Anleihen (MBS) mit einfachem A-Rating sowie kurzlaufende Schuldverschreibungen sowohl von Banken als auch von Unternehmen. Damit hat inzwischen nicht nur eine breite Palette von Finanzinstituten direkten Zugriff zu Zentralbankkrediten der Fed. Vielmehr sind auch die Refinanzierungsmöglichkeiten von Geldmarktfonds und Unternehmen deutlich erleichtert worden.

Darüber hinaus ist die Fed Engpässen bei der Refinanzierung von Dollargeschäften auf den internationalen Finanzmärkten gezielt entgegengetreten. Sie hat die seit Dezember 2007 bestehenden Swap-Linien mit wichtigen Industrieländern um vergleichbare Vereinbarungen mit einer Reihe von Schwellenländern ergänzt. Auch die EZB hat seit Oktober 2008 mehreren EU-Zentralbanken außerhalb des Euro-Raums Kreditlinien auf Swap- und Repo-Basis bereitgestellt, um Euro-Liquiditätsengpässe in diesen Ländern zu überbrücken.

Durch die instrumentellen Innovationen kam es zu einer deutlichen Veränderung in der Aktivastruktur der Notenbankbilanzen und mit den noch einmal verstärkten liquiditätspolitischen Maßnahmen seit September 2008 auch zu einer Bilanzverlängerung. So nahm die Bilanzsumme der EZB seit Mitte September um etwa ein Drittel zu, diejenige der Fed stieg von gut 900 Mrd US-Dollar auf mehr als 2.100 Mrd US-Dollar.

Trotz der vielfältigen Maßnahmen ist der Geldmarkt aber vor allem im längeren Laufzeitbereich auch heute noch weit von der Normalität entfernt. Die Zinsaufschläge auf Interbankenkredite, etwa mit dreimonatiger Laufzeit, sind weiterhin außergewöhnlich hoch. Hier zeigt sich das immer noch mangelnde Vertrauen zwischen den Banken.

Bei alledem ist allen Beteiligten klar, dass die Zentralbank nicht dauerhaft zum alleinigen Geschäftspartner der Banken werden kann. Wenn das Vertrauen unter den Banken einmal wiederhergestellt ist und der Interbankenmarkt damit wiederbelebt wird, müssen auch die



Zentralbanken ihre liquiditätspolitischen Maßnahmen wieder „normalisieren“. Ohnehin hat die EZB die Durchführung ihrer Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung zunächst einmal bis zum 20. Januar nächsten Jahres zeitlich begrenzt. Auch die Fed hat viele der neu geschaffenen Fazilitäten prinzipiell terminiert.

Neben der Liquiditätspolitik haben die Notenbanken auch mit der Zinspolitik auf die sich zuspitzende Finanzkrise und die damit verbundene Verschärfung der Wachstumsrisiken reagiert. Dabei haben sie das Zinsinstrument entsprechend ihres jeweiligen Mandats und in Abhängigkeit von der konkreten Preis- und Finanzmarktsituation unterschiedlich eingesetzt. Vor dem Hintergrund nachlassender Inflationsrisiken und fest verankerter Inflationserwartungen hat die EZB den vorhandenen Zinssenkungsspielraum genutzt und den Leitzins seit Oktober dieses Jahres in drei Schritten um insgesamt 1,75 Prozentpunkte auf zuletzt 2,5 % gesenkt.

### ***Staatliche Rettungspakete für den Finanzsektor***

Mit ihrer Liquiditäts- und Zinspolitik haben die Notenbanken seit Beginn der Marktturbulenzen wertvolle Stabilisierungsbeiträge geleistet. Leider hat sich, wie bereits erwähnt, die Situation auf den Finanzmärkten nach dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September nochmals drastisch verschärft. Viele Länder sahen sich gezwungen, von fallweisen Rettungsaktionen zu systemischen Maßnahmen überzugehen und beispiellose Rettungspakete zur Stabilisierung des heimischen Bankensystems zu schnüren. Allein der Mitte Oktober 2008 in Deutschland geschaffene „Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung“ (SoFFin) hat ein Volumen von bis zu 480 Mrd Euro. Ich halte es für bemerkenswert, dass dieses Paket in so kurzer Zeit auf den Weg gebracht werden konnte.

---

Sperrfrist: 10. Dezember 2008, 18:00 Uhr MEZ

Grundsätzlich enthalten die Rettungspakete drei Instrumente: Garantieübernahmen, Rekapitalisierungen und die Übernahme von Risikopositionen. In der praktischen Umsetzung der Programme zur langfristigen Stärkung der Banken liegt der Schwerpunkt derzeit eher auf Garantien und Kapitalhilfen und setzt damit auf der Passivseite der Bankbilanzen an.

Was die Rekapitalisierung der Banken betrifft, ist sowohl eine freiwillige als auch eine obligatorische Beteiligung denkbar. Das deutsche Rettungspaket setzt klar auf Freiwilligkeit und damit auf die Selbstverantwortung des Bankensektors.

Der Stabilisierungsfonds kann Ausfallgarantien für neu begebene Schuldtitel und sonstige Verbindlichkeiten von Finanzunternehmen in Höhe von bis zu 400 Mrd Euro gewähren. Mit Rekapitalisierungen von bis zu 80 Mrd Euro soll eine angemessene Eigenmittelausstattung der Finanzunternehmen erreicht werden. Schließlich kann der Fonds von Finanzunternehmen Risikopositionen übernehmen, die diese vor dem 13. Oktober 2008 erworben haben; im Gegenzug überträgt der Fonds den Finanzunternehmen Schuldtitel des Bundes.

Das Maßnahmenpaket der Bundesregierung soll das deutsche Finanzsystem stabilisieren und die Vertrauenskrise eindämmen. Die einzelnen Maßnahmen sollen zielgerichtet als Hilfe zur Selbsthilfe in erster Linie bewirken, dass die Finanzinstitute wieder zu ihrer normalen Geschäftstätigkeit zurückfinden können. Der Staat will den Markt also nicht verdrängen, sondern einen wichtigen Beitrag zur Wiederherstellung seiner Funktionsfähigkeit leisten.

Dabei sollen Wettbewerbsverzerrungen unter anderem dadurch vermieden werden, dass der Fonds für seine Hilfen angemessene Vergütungen erhält. Sie können sich aber bestimmt gut vorstellen, wie schwierig es ist, diese elementare Preisfrage im Spannungsfeld von Wettbewerb, Vermeidung von „moral hazard“ und Finanzstabilitätsaspekten zu lösen.

Stattdessen möchte ich hervorheben, dass die Hilfen des Maßnahmenpakets der Bundesregierung nur innerhalb eines begrenzten Zeitraums in Anspruch genommen werden können. Garantien sollen nur bis Ende 2009 gewährt werden und längstens bis Ende 2012 laufen. Eigenkapitalbeteiligungen des Fonds sind grundsätzlich unbefristet, während eine Risikoübernahme spätestens nach 36 Monaten auslaufen sollte. Erworbene Beteiligungen sollen aber auf längere Sicht marktschonend aufgelöst oder veräußert werden.

### **III Krisenprävention: Herausforderungen für eine stabilitätskonforme Geld-, Regulierungs- und Aufsichtspolitik**

Nun könnten wir uns sicher noch lange über die Einzelheiten der Krisenbewältigung unterhalten. Aber so wichtig die Diskussion des richtigen und erfolgreichen Krisenmanagements derzeit auch ist, so müssen wir doch unbedingt darüber hinaus schauen. Schließlich ist es nicht unser Ziel, Krisen zu managen, sondern Krisen zu vermeiden.

#### ***Geldpolitik***

Ich hatte einleitend im Zusammenhang mit der Unterscheidung von Disinflation und Deflation bereits darauf hingewiesen, wie wichtig die feste Verankerung von Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau ist. Spätestens seit den Erfahrungen mit der Stagflation in den siebziger Jahren wissen wir, dass die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik entscheidend zu einer solchen Verankerung beiträgt. Glaubwürdigkeit ist also kein Selbstzweck, sie zahlt sich aus.

Es scheint aber auch, dass Geldwertstabilität auf der Grundlage einer glaubwürdigen Geldpolitik allein nicht ausreicht, um zugleich Finanzstabilität zu gewährleisten. Gelegentlich wird sogar die Hypothese vertreten, dass eine Geldpolitik, die durch ihre Glaubwürdigkeit Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau verankert, gleichzeitig den Nährboden für den

Aufbau von Ungleichgewichten im Finanzsektor bereiten kann. In der Literatur ist in diesem Zusammenhang von einem Glaubwürdigkeits-Paradoxon die Rede. Damit ist mit Blick auf die erste Hälfte dieses Jahrzehnts gemeint, dass die Inflationsraten im Zuge einer glaubwürdigen Geldpolitik lange Zeit niedrig gehalten werden konnten. Parallel dazu entstanden trotz – oder gerade wegen der stabilen Preise – finanzielle und makroökonomische Ungleichgewichte – Ungleichgewichte, die von den Preisindikatoren aber nicht angezeigt wurden. Dies dürfte maßgeblich zur gegenwärtigen Finanzkrise beigetragen haben.

Die dahinter stehenden komplexen Zusammenhänge lassen sich stark vereinfacht wie folgt skizzieren: Konfrontiert mit niedrigen Realzinsen und begünstigt durch ein Umfeld weltweit reichlicher Liquidität haben viele Anleger gerade in den Jahren vor Ausbruch der gegenwärtigen Finanzkrise ihre Jagd nach Rendite verstärkt. Damit verbunden war eine erhöhte Nachfrage nach komplexen Finanzprodukten, deren Risiken oft nicht erkannt oder gar ignoriert wurden. Das Spiegelbild dieser Entwicklung waren eine weltweit überaus kräftige Expansion der Kreditvergabe und eine Preishausse bei verschiedenen Finanz- und Realvermögenswerten, etwa im Immobiliensektor einiger Länder.

Normalerweise würde man bei einer starken Liquiditätsausweitung und Kreditexpansion eine Zunahme der allgemeinen Inflation erwarten. Dass dies über Jahre hinweg nicht der Fall war, ist auch eine Folge der zunehmenden Globalisierung. So haben preiswerte Importe aus Schwellenländern mit niedrigen Produktionskosten den Anstieg der Verbraucherpreise in den Industrieländern lange Zeit gedämpft.

Heute wissen wir, dass diese Globalisierungsdividende in Form niedriger Güterpreise keineswegs dauerhaft gewesen ist. Mit der stärkeren Integration der dynamisch wachsenden Schwellenländer in die Weltwirtschaft stieg nicht zuletzt auch deren Nachfrage nach Rohstoffen. Bei der bis Mitte 2008 zu beobachtenden massiven Verteuerung dieser Güter auf den Weltmärkten spielte die zusätzliche Nachfrage dieser Länder – neben

Angebotsengpässen – eine maßgebliche Rolle. Umgekehrt hängen die seit Mitte dieses Jahres zu beobachtenden rapiden Preisrückgänge bei Rohstoffen und Öl mit dem globalen Wirtschaftsabschwung zusammen, dem sich auch die Schwellenländer immer weniger entziehen können. Diese Entwicklungen verdeutlichen, dass die Einflussfaktoren der Preisentwicklung aufgrund der Globalisierung vielschichtiger geworden sind. Dadurch ist die Diagnose von Inflationsrisiken schwieriger geworden.

Ich möchte aus diesen Überlegungen eine wichtige Schlussfolgerung für eine stabilitätskonforme Geldpolitik ziehen. Sie sollte sich auf eine breit angelegte Analyse stützen, um ungleichgewichtige Entwicklungen im Finanzsektor möglichst frühzeitig zu erkennen. Hierbei sollten sowohl Phasen eines übermäßigen Kreditwachstums als auch boomhafter Entwicklungen an den Vermögenmärkten als Indiz für einen eventuellen geldpolitischen Handlungsbedarf verstanden werden. Gerade in einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld unterstützt ein diversifizierter Analyseansatz eine robuste Geldpolitik. Mir erscheint es deshalb wichtig, dass sowohl die monetäre Analyse als auch die Analyse der Finanzmarktentwicklung weiterentwickelt und gestärkt werden.

Dass sich Ungleichgewichte im Finanzsektor in der Entwicklung verschiedener monetärer Indikatoren, nicht zuletzt der Kredit- und Geldmengenaggregate niederschlagen, gilt insbesondere auf längere Sicht. Deshalb darf uns ein vorübergehend nachlassender Inflationsdruck nie dazu verleiten, die mittel- und langfristige Entwicklung aus den Augen zu verlieren. Bundesbankpräsident Weber hat aus diesem Grund gerade in jüngster Zeit immer wieder betont, dass mit der aktuell gebotenen Lockerung der Geldpolitik natürlich ebenfalls die Pflicht einhergeht, die Leitzinsen nach Abklingen der Krise wieder entsprechend zu normalisieren. Einem Aufbau neuer Ungleichgewichte ist entgegenzuwirken. Dahinter steht die Vorstellung einer symmetrischen Geldpolitik, die nicht nur der Geldwertstabilität dient, sondern letztlich auch der Finanzstabilität zugute kommt.

Diese Äußerungen würden komplett missverstanden, wenn sie Zweifel am derzeitigen Lockerungskurs der EZB signalisierten. Ich stehe voll und ganz hinter den Zinssenkungen der EZB. Sie sind mit ihrem Primärziel der Preisstabilität gut vereinbar und helfen zugleich, der Finanzstabilität wieder ein wenig näher zu kommen.

### ***Regulierungs- und Aufsichtspolitik***

Genauso wie die Geldpolitik, so ist der Ordnungsrahmen für die Regulierung und die Aufsicht des Finanzsystems ebenfalls stabilitätskonform auszugestalten, um Markt-turbulenzen weitestgehend vorzubeugen. Wir sind dabei mit einer Fülle ganz praktischer Aufgaben, aber auch mit erheblichen konzeptionellen Herausforderungen konfrontiert. Darauf gehe ich gleich etwas näher ein.

Lassen Sie mich aber zuvor noch hervorheben, dass das Financial Stability Forum (FSF) in Reaktion auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten bereits im April dieses Jahres einen Katalog mit 67 konkreten Handlungsempfehlungen vorgelegt hat. Der Aktionsplan, den die Staats- und Regierungschefs der G20 auf ihrem „Weltfinanzgipfel“ Mitte November in Washington verabschiedet haben, basiert ganz wesentlich auf dem Empfehlungskatalog des FSF, so dass dieser nun faktisch noch mehr politisches Gewicht gewonnen hat.

Die Umsetzung der FSF-Empfehlungen bzw. des G20-Aktionsplans muss jetzt weltweit in den zuständigen internationalen Gremien bzw. auf nationaler Ebene konsequent vorangetrieben werden. Hier steht der Staat zum einen in der Pflicht, die offengelegten Schwachstellen im bestehenden Regulierungsrahmen zu beseitigen. Zum anderen ist zu überprüfen, ob die Reichweite des derzeitigen Regulierungsrahmens angemessen ist, so dass sämtliche systemisch wichtigen Institute einer adäquaten Regulierung und Überwachung unterliegen. Dies schließt einen kritischen Blick auf das so genannte

Schattenbankensystem ein. Darunter fasst man außerbilanzielle Zweckgesellschaften ebenso wie Hedgefonds oder Private-Equity-Gesellschaften.

Ganz konkreter Anpassungsbedarf besteht erstens bei den Eigenkapitalanforderungen an die Kreditwirtschaft, zweitens bei den Ratings und drittens auf dem Gebiet der Transparenz. Bei den Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung von Kreditinstituten ist es natürlich zunächst unabdingbar, dass das Regelwerk Basel II weltweit in Kraft gesetzt wird. Es knüpft die Eigenkapitalanforderungen an die Risikolage der Kreditinstitute und setzt so zusätzlich Anreize, das Risikomanagement zu verbessern.

Zugleich haben die aktuellen Finanzmarkturbulenzen aber auch auf Schwächen im neuen Eigenkapitalstandard hingewiesen. So hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht angekündigt, in den nächsten Wochen Vorschläge für eine höhere Eigenkapitalunterlegung komplexer Verbriefungen und für Ereignisrisiken im Handelsbuch zur öffentlichen Konsultation zu stellen bzw. zu veröffentlichen.

Darüber hinaus gibt es inzwischen verstärkte Diskussionen über eine Ergänzung dieser ausgefeilten Mindesteigenkapitalregeln um eine Leverage Ratio, bei der die Bilanzaktiva pauschal – das heißt nicht nach Risiken gewichtet – ins Verhältnis zum Eigenkapital gesetzt werden. Deren Zweckmäßigkeit, Funktion und etwaige Ausgestaltung bedarf allerdings noch intensiver Erörterung. Wir in der Bundesbank sehen eine Leverage Ratio eher skeptisch. Die Gründe hierfür hat mein Vorstandskollege Professor Zeitler jüngst in einem Interview ausführlich dargelegt. Ich brauche das hier nicht zu wiederholen.

Ratings sind ein zweiter wichtiger Bereich, in dem Handlungsbedarf gesehen wird. Sie spielen sowohl an den Kapitalmärkten als auch in den Regulierungsvorschriften eine wichtige Rolle. Nach den Erfahrungen mit Ratings in der jüngsten Finanzkrise wird die

gegenwärtige Praxis mit dem nur unverbindlichen Verhaltenskodex für Ratingagenturen weithin als reformbedürftig angesehen.

Die EU-Kommission hat einen Verordnungsentwurf vorgelegt, der eine Registrierung von Ratingagenturen vorsieht und diese an die Erfüllung bestimmter Bedingungen knüpft. Ich halte es aus Wettbewerbsgründen für notwendig, über die Anforderungen an die Agenturen einen internationalen Konsens zu finden. Dessen Grundlage sollte der Verhaltenskodex der internationalen Vereinigung nationaler Börsenaufsichtsbehörden (IOSCO) sein.

Neben dem Staat muss aber auch die Finanzbranche selbst aktiv dazu beitragen, die Schwächen zu beheben, die zur Entstehung der gegenwärtigen Krise beigetragen haben. Dies gilt nicht nur auf Institutsebene, sondern auch auf Branchenebene. Selbstregulierung hat durchaus ihren Platz im Ordnungsrahmen für das Finanzsystem – sofern sie hohen Ansprüchen genügt und hinreichend verbindlich ist.

In dieser Hinsicht sind die Arbeiten des Privatsektors, namentlich des internationalen Bankenverbandes (IIF) und der Counterparty Risk Management Policy Group (Corrigan Gruppe), zu begrüßen. Ihre Vorschläge zielen auf eine Verbesserung des Risikomanagements, auf die Erhöhung der Transparenz am Verbriefungsmarkt und auf Vergütungsregeln, die sich am längerfristigen Unternehmenserfolg orientieren.

Die Effektivität solcher Initiativen muss sich aber vor allem an ihrer tatsächlichen Umsetzung messen lassen. Das FSF hat daher zu Recht im Oktober gefordert, die Realisierung dieser Vorschläge in der Finanzwirtschaft zu überwachen.

Zu den Transparenzvorschlägen des Privatsektors würde ich gerne noch grundsätzlich betonen, wie entscheidend die Marktteilnehmer und ihr Verhalten für die Finanzstabilität sind. Im Mittelpunkt dieses dritten Bereichs, in dem zu Recht Handlungsbedarf gesehen



wird, steht die Eigenverantwortung der Finanzakteure – für sich selbst, aber mittelbar auch für das Gesamtsystem. Der Markt ist ein Disziplinierungsinstrument, das es für die Finanzstabilität zu nutzen gilt. Wer Sanktionen des Marktes zu fürchten hat, wird sein Verhalten danach ausrichten und insbesondere an seinem Risikomanagement arbeiten.

Diese Disziplinierung durch den Markt setzt aber Transparenz voraus. Daher muss, wenn die Selbstregulierung der Branche in diesem Punkt scheitert, Transparenz notfalls durch entsprechende Vorschriften erzwungen werden.

Über diese konkret anstehenden Verbesserungen des Ordnungsrahmens hinaus gibt es für eine stabilitätskonform ausgestaltete Aufsicht eine zentrale konzeptionelle Herausforderung. Im Kern geht es dabei um die Frage, ob das regulatorische Rahmenwerk für das Finanzsystem, aber auch die Vorschriften für die Rechnungslegung, prozyklisch wirken. Und wenn ja, was dagegen zu tun ist.

Zur Reduktion der Komplexität lege ich den Begriff Prozyklizität hier einmal recht eng aus, nämlich als eine Verstärkung der natürlichen Zyklik des Finanzsystems. Prozyklische Politik und prozyklische Elemente der Regulierung würden die natürlichen Auf- und Abschwünge des Finanzsystems verstärken. Wenn das zu Boom-Bust-Zyklen führt, ist die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems gefährdet.

Ich bin der Auffassung, dass im Umgang mit der Thematik der Prozyklizität schon deshalb große Vorsicht geboten ist, weil wir über die zyklischen Wirkungen regulatorischer Vorschriften noch nicht genügend wissen. Offensichtlich ist, dass das regulatorische Rahmenwerk mit den risikosensitiven Mindesteigenkapital-Anforderungen unter Basel II und die marktnahe Bewertung in der Rechnungslegung mit der Zeitwertbilanzierung unter den International Financial Reporting Standards (IFRS) zyklische Elemente enthalten. Schließlich schwanken Ausfallwahrscheinlichkeiten über den Konjunkturzyklus. Auch die

Bilanzierung zu Zeitwerten führt dazu, dass die Bewertungen mit den Marktpreisen schwanken, was die Finanzmarkturbulenzen wohl deutlich verstärkt hat.

Inwieweit diese beiden zyklischen Elemente auch prozyklische Wirkungen entfalten können, ist jedoch unklar. Hinzu kommt, dass die möglichen Mittel gegen eine eventuelle Prozyklizität noch nicht im Detail erforscht und erprobt sind. Dies betrifft etwa Komponenten, die die Prozyklizität dämpfen oder sogar eingebaute Stabilisatoren im regulatorischen Rahmenwerk, die antizyklisch wirken.

Weniger als ein Jahr nach der Einführung von Basel II ist die Datenbasis für eine fundierte empirische Beurteilung noch sehr schmal. Schnellschüsse wie etwa die generelle Einführung zusätzlicher, pauschaler Eigenkapitalpuffer sind aus meiner Sicht daher nicht angezeigt. Angezeigt ist vielmehr, zunächst ein vertieftes Verständnis der komplexen Mechanismen der Kapitalsteuerung der Banken und des Einflusses von Basel II über einen angemessenen Zeitraum hinweg zu gewinnen. Soweit prozyklische Effekte in nennenswertem Umfang bestehen, sind sie in einem systemorientierten Aufsichtsansatz dann aber auch zu berücksichtigen.

Die prozyklische Wirkung der Zeitwertbilanzierung ist dagegen offensichtlicher. Gerade in einem von Finanzmarkturbulenzen geprägten Umfeld, in dem Marktpreise stark beeinflusst werden durch Notverkäufe von Vermögen sowie hohe Risiko- und Liquiditätsprämien, kann die Mark-to-Market-Bilanzierung den Abwärtstrend von Preisen tatsächlich verstärken. Vor diesem Hintergrund haben einige Länder bereits ihre Bilanzierungsstandards modifiziert, um auf den fundamental begründeten Vermögenswert statt auf offensichtlich verzerrte, niedrigere Marktpreise abzustellen.

Wie Sie nun bestimmt wissen, meine Damen und Herren, sehen einige Experten einen Bedarf für eine zentrale Institution, die im Vorfeld von Finanzkrisen zuverlässig

---

Sperrfrist: 10. Dezember 2008, 18:00 Uhr MEZ

Frühwarnungen ausspricht und Abhilfemaßnahmen ergreifen bzw. erzwingen kann. Sie sehen den IWF in dieser Rolle.

Ich möchte hier jedoch vor überhöhten Erwartungen warnen: Erstens wird der Nutzen von institutionalisierten Frühwarnsystemen überschätzt. Wasserdichte Krisenindikatoren existieren bislang nicht, zumal alle bisherigen Finanzkrisen aus unterschiedlichen Konstellationen hervorgingen. Zweitens gab es auch vor der aktuellen Krise durchaus Warnungen, etwa über auffällig niedrige Risikoprämien und eine allzu freizügige Kreditvergabe. Die Warnungen kamen nicht zuletzt aus der BIZ und aus den nationalen Notenbanken. Allerdings hat kaum jemand die Krise in ihrer Wucht und mit all ihren Verästelungen und Kanälen vorausgesehen.

Meines Erachtens würde eine vertiefte Kooperation zwischen den bestehenden internationalen Institutionen und Gremien zum Ziel führen. So sollte sich der IWF künftig noch mehr auf die Analyse der Wechselwirkungen zwischen Realwirtschaft und Finanzsystem sowie auf seine Überwachungsfunktion (Surveillance) konzentrieren. Damit meine ich insbesondere die Überwachung der Implementierung von Aufsichtsstandards und von Stabilitätsrisiken im Rahmen der Artikel IV-Konsultationen und des Financial Sector Assessment Programms. Hingegen würde ein Einstieg des IWF in die mikroprudenzielle Finanzsektoranalyse oder der Aufsicht von Finanzinstituten zu Überlappungen und Konflikten mit den dafür zuständigen nationalen Gremien führen.

Das FSF beziehungsweise die beteiligten Standardsetzer, wie etwa der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht sollten demgegenüber in der Entwicklung von Aufsichts- und regulatorischen Standards weiterhin die Kernkompetenz haben. Da der IWF Mitglied im FSF ist, hat er ausreichend Möglichkeiten, seine Expertise in diese Fragen einzubringen. Dieser kooperative Ansatz gewährleistet eine möglichst breite Expertise, Markt- und Praxisnähe

aus laufenden Aufsichtsfunktionen sowie eine angemessene politische Verantwortung durch die im FSF und den Standardsetzern vorhandene Beteiligung nationaler Experten.

Meines Erachtens hat sich das FSF in der gegenwärtigen Finanzkrise aufgrund seines weitgespannten Mitgliederkreises aus Zentralbanken, Finanzministerien, Aufsehern, Regulierern und internationalen Institutionen als Gremium der informellen Zusammenarbeit bestens bewährt. Eine moderate Ausweitung des Mitgliederkreises um einige systemrelevante Schwellenländer, wie sie der Weltfinanzgipfel beschlossen hat, halte ich für sinnvoll. Eine Eingliederung des FSF in den IWF bzw. in die Vertragsstruktur der Bretton-Woods-Institutionen wäre meines Erachtens aber eher kontraproduktiv.

Meine Botschaft am Schluss dieses Referats lautet, dass eine erfolgreiche Stabilisierung des Finanzsystems einen holistischen, also umfassenden Politikansatz erfordert. Dieser muss die mikroprudenzielle Basis – also den Blick auf die einzelnen Institute – mit der makroprudenziellen Sicht verknüpfen und zugleich die gesamtwirtschaftlichen Hintergründe und die Entwicklung auf den Finanzmärkten integrieren. Durch die operative Bankenaufsicht der Notenbank können Synergien freigesetzt werden, die der Geldpolitik und Aufsicht gleichermaßen zugute kommen.

Geldwertsicherung und Wahrung der Finanzstabilität gehen letztlich Hand in Hand. Dabei möchte ich hier in Karlsruhe nochmals unterstreichen, was Bundesbankpräsident Weber vor kurzem gefordert hat: Zur Finanzstabilität beizutragen sollte in das gesetzliche Mandat der Deutschen Bundesbank aufgenommen werden und in unserem Aufgabenkatalog – neben dem primären Ziel der Preisstabilität – eine exponierte Stellung erhalten. Die konzeptionell gut begründete Arbeitsteilung zwischen der BaFin und der Bundesbank steht dem nicht im Wege. Jedenfalls habe ich keinen Grund, dieses institutionelle Gefüge in Frage zu stellen.

\* \* \*