

Dr. Hans Georg Fabritius
Mitglied des Vorstands
der Deutschen Bundesbank

Ausblick 2010: Wirtschaft und Finanzen
Neujahrsempfang Hauptverwaltung Leipzig
der Deutschen Bundesbank

Leipzig
20. Januar 2010

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 18

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	2
2	Wirtschaftlicher Ausblick.....	3
3	Neue Weichenstellungen nach der Finanzkrise	6
	3.1 Geschäftsmodell Deutschland	6
	3.2 Regulierungs- und Aufsichtsrahmen	7
	3.3 Geldpolitik und Finanzstabilität	11
4	Vordringliche Aufgaben wirtschafts- und geldpolitischen Handelns	13
	4.1 Exit Finanzsektor.....	13
	4.2 Exit Geldpolitik	14
	4.3 Exit Finanzpolitik	16
5	Schluss	18

1 Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren,

gestatten Sie mir vor dem Ausblick auf das neue Jahr einen kurzen Rückblick: Das Jahr 2009 hatte respektable Jubiläen aufzuweisen: zum Beispiel „20 Jahre Fall der Mauer“, womit auch die Erinnerung an die friedliche Revolution verbunden war, die hier in Leipzig ihren Ausgang genommen hatte.

Mit 2009 ist aber auch ein Jahr zu Ende gegangen, in dem Panik die Finanzmärkte und das Bankensystem erschütterte und fast zum Kollaps brachte. Zugleich erlebten wir den kräftigsten Einbruch der globalen Wirtschaftstätigkeit in der Nachkriegszeit. Dieser Absturz vollzog sich zudem mit einer größeren Geschwindigkeit als der Einbruch während der Weltwirtschaftskrise von 1929.

Bei dem Vergleich mit der größten Wirtschaftskrise des vorigen Jahrhunderts lässt sich aber auch Positives vermerken: Die durchaus drohende Gefahr einer Depression konnte diesmal durch das massive und entschlossene Eingreifen von Regierungen und Notenbanken weltweit abgewendet werden; auch gab es keinen Rückfall in Protektionismus. Mittlerweile hat sogar eine Erholung eingesetzt. Das Jahr 2009 war also in zweifacher Hinsicht ein außerordentliches Jahr: zum einen angesichts der Tiefe und Schnelligkeit des wirtschaftlichen Absturzes; zum anderen mit Blick darauf, dass es gelungen ist, eine Katastrophe zu vermeiden.

Wie geht es nun aber in 2010 mit der Wirtschaft und dem Finanzsystem weiter? Anders gefragt:

1. Was haben wir von der Konjunktur zu erwarten?

2. Welche grundsätzlichen Weichenstellungen sind vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Finanzkrise geboten?
3. Vor welchen kurzfristigen Aufgaben stehen die Geld- und die Wirtschaftspolitik im Hinblick auf den Ausstieg aus den krisenbedingten Sondermaßnahmen?

2 Wirtschaftlicher Ausblick

Der wirtschaftliche Erholungsprozess, der im letzten Jahr einsetzte, ging von den größeren Emerging-Countries aus, insbesondere in Süd- und Ostasien – China, Indonesien und Korea – aber auch von Brasilien. Zudem ist zu erwarten, dass diese Länder auch im kommenden Aufschwung die Wachstumszentren bilden werden. Ab Mitte des Jahres 2009 folgten die meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Allerdings verläuft der Aufschwung in diesen deutlich verhaltener und ist noch zu einem großen Teil durch die staatlichen Sondermaßnahmen gestützt.

Innerhalb Europas gestaltet sich der Erholungsprozess sehr heterogen. Das erstmalig wieder leicht positive Wachstum im Sommer letzten Jahres wurde vor allem von Deutschland und Italien getragen. Durch ihren großen Exportsektor partizipierten beide an der Wiederbelebung des Welthandels. In einigen anderen Ländern wirken sich strukturelle Anpassungsprozesse belastend aus. Dies gilt vor allem für Spanien, Großbritannien und Irland, die im Vorfeld der Krise einen Boom in der Immobilienbranche zu verzeichnen hatten.

Der deutschen Wirtschaft bleiben die schmerzhaften Anpassungsprozesse infolge eines überhitzten Immobilienmarktes erspart. Die positiven Wachstumsraten des zweiten Halbjahrs 2009 dürfen jedoch nicht über den Niveauverlust hinwegtäuschen, den die deutsche Wirtschaft zu verzeichnen hat. Die Wirtschaftsleistung ist von Anfang 2008 bis Anfang 2009, also dem Tiefpunkt der Krise, um 6½ % eingebrochen. Zwar konnte ein Teil dieses Einbruchs durch die im zweiten Quartal 2009 einsetzende Erholung wieder gut gemacht werden, dennoch lag das BIP im Jahresdurchschnitt 2009 um 5,0 % unter dem Vorjahreswert.

Die Krise ist aber nicht nur mit erheblichen gesamtwirtschaftlichen Produktionsverlusten verbunden. Vielmehr ist davon auszugehen, dass sie das Wachstumspotenzial vermindert und den mittelfristigen Wachstumspfad beschädigt hat. So liegt das Potenzialwachstum nach Schätzungen der Bun-

desbank derzeit bei nur noch $\frac{3}{4}$ %. Bis 2011 dürfte der deutschen Volkswirtschaft durch die Krise ein Potenzialschaden von mindestens 2 % entstehen.

Die derzeit gängigen BIP-Prognosen für 2010 liegen für die Welt und Europa bei 3,1 % bzw. 0,7 %. Die Ergebnisse der Bundesbankprognose von Anfang Dezember 2009 deuten auf einen BIP-Zuwachs für Deutschland von 1,6 % in 2010 und 1,2 % im Jahr 2011 hin. Diese Einschätzung bleibt auch angesichts der jüngsten Konjunkturindikatoren zufolge etwas schwächeren Dynamik gültig. Entsprechend gedämpft dürfte die Preissteigerung ausfallen: Die Bundesbank geht für die Jahre 2010 und 2011 von Inflationsraten in der Größenordnung von je 1 % aus.

Das veranschlagte Expansionstempo ist also sehr gemäßigt. Neben den Exporten werden immer noch staatliche Maßnahmen die Hauptstütze der Konjunktur in Deutschland sein. Endogene Marktkräfte werden erst allmählich einen zunehmenden Wachstumsbeitrag leisten, womit das Tempo der Erholung im Laufe des Jahres 2011 etwas an Fahrt aufnehmen könnte.

Bemerkenswert ist, dass die Reaktion des Arbeitsmarktes auf den Konjunkturreinbruch bislang äußerst verhalten war. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen stieg von Ende 2008 bis Ende 2009 nur um 173.000. Die staatlich finanzierte Kurzarbeit und eine Änderung in der Arbeitsmarktstatistik waren hier sicherlich hilfreich. Wichtiger aber dürfte gewesen sein, dass in den vergangenen Jahren die Arbeitszeiten nach und nach flexibler gestaltet wurden, die Unternehmen ein gestiegenes Interesse am Halten von qualifizierten Personal haben und die Konzessionsbereitschaft der Arbeitnehmervertreter zugenommen hat.

Dies muss jedoch keinen Bestand haben. Zwar bestehen gute Aussichten, dass Massenentlassungen weitestgehend ausbleiben, wenn sich die deutsche Volkswirtschaft so wie derzeit erwartet langsam aber stetig erholt. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass per saldo vermehrt Arbeitsplätze verloren gehen werden: Zum einen werden die Unternehmen bei anhaltender Unterauslastung um Entlassungen nicht herumkommen, um ihre massiv gesunkene Stundenproduktivität und damit ihre Wettbewerbsfähigkeit wieder zu erhöhen. Zum anderen wird auch die Zahl der Insolvenzen zunehmen. Die Bundesbank hält einen Anstieg der Arbeitslosenquote von derzeit 8,2 % auf bis zu 10 % in 2011 für ein durchaus realistisches Szenario. Gemessen an dem massiven Produktionseinbruch wäre dies jedoch immer noch eine moderate Zunahme.

Das Konjunkturszenario für Deutschland ist naturgemäß mit Risiken und Unsicherheiten behaftet. Die Unsicherheit ist aber nicht mehr so hoch wie noch vor wenigen Monaten. Die Nachhaltigkeit der Erholung an den Finanzmärkten wird den Verlauf der wirtschaftlichen Entwicklung entscheidend beeinflussen. Der Rückgang der Zinsspreads und der längerfristigen Geldmarktsätze seit Frühjahr letzten Jahres zeigt, dass ein guter Teil des Vertrauens der Finanzmarktteilnehmer zurückgekehrt und die Risikobereitschaft wieder angestiegen ist. Überraschungen im Bankensektor oder an den Finanzmärkten, die die konjunkturelle Erholung bremsen und das gewachsene Vertrauen wieder zerstören, sind jedoch nicht auszuschließen.

Dass auch weiterhin ein erhöhtes Risikopotenzial besteht, haben nicht zuletzt die jüngsten Entwicklungen in Dubai und Griechenland gezeigt. Zwar sind bislang durch diese Ereignisse weder starke Turbulenzen an den Aktienmärkten ausgelöst worden, noch wurde die Risikoneigung der Investoren nachhaltig erschüttert. Dennoch haben sie uns wieder einmal an die Fragilität der Erholung und noch vor uns liegende Belastungen erinnert.

Die Fortsetzung des Erholungsprozesses hängt auch davon ab, dass es zu keiner allgemeinen Kreditklemme in Deutschland kommt. Bisher gibt es keinen Anhaltspunkt dafür, dass angebotsseitige Restriktionen der maßgebliche Grund für die gedämpfte Entwicklung bei den Buchkrediten an den inländischen privaten Sektor sind. Ausschlaggebend für die schwache Kreditvergabedynamik ist vor allem die im wirtschaftlichen Abschwung rückläufige Nachfrage.

Es ist aber nicht auszuschließen, dass die seit Ende 2008 zu beobachtende Verringerung des Schuldenhebels im deutschen Bankensektor einen stärkeren Einfluss auf die Kreditvergabe entwickeln wird. Bisher konzentrierten sich damit verbundene Bilanzbereinigungen eher auf den Abbau von Auslandsaktiva und Interbankenforderungen und weniger auf Ausreichungen an den inländischen privaten Sektor. Hält dieser Druck an oder wird er möglicherweise sogar durch notwendige zusätzliche Wertberichtigungen verstärkt, so steigt das Risiko, dass der Abbau von Aktiva auch Kredite an den privaten nichtfinanziellen Sektor erfasst. Schätzungen der Bundesbank zufolge könnte sich der krisenbedingte Wertberichtigungsbedarf, der für die Jahre 2009 und 2010 in den deutschen Bankbilanzen im Kreditgeschäft anfällt, auf bis zu 75 Mrd. Euro belaufen. Hinzu kommt weiterer Abschreibungsbedarf bei Verbriefungen, den die Bundesbank zuletzt auf 10 bis 15 Mrd. Euro geschätzt

hat. Daraus resultierende Angebotsbeschränkungen bei der Kreditvergabe könnten den Konjunkturaufschwung durchaus beeinträchtigen.

Um eben dies zu vermeiden, ist es entscheidend, dass die Banken ihre bilanzielle Situation verbessern und der Wirtschaft die nötigen Kredite zur Verfügung stellen. Eben dazu hat der deutsche Gesetzgeber mit dem staatlichen Rettungsfonds SoFFin und dem Bad Bank Modell ein umfassendes Maßnahmenpaket verabschiedet. Im Unterschied zu anderen Ländern erfolgt die Inanspruchnahme dieser Hilfen in Deutschland auf freiwilliger Basis. Dieses Zugeständnis an das Prinzip der unternehmerischen Freiheit erfordert jedoch ein verantwortungsbewusstes Verhalten der Kreditinstitute, vor allem bei der Entscheidung, ob die Hilfen in Anspruch genommen werden.

Kurzum, die weitere Entwicklung ist mit einer Reihe von Risiken belastet. Zu überschäumendem Optimismus besteht also kein Anlass, aber auch nicht zur Schwarzmalerei. Blicken wir ein Jahr zurück: Der Vergleich der damaligen Konjunkturaussichten mit der aktuellen Lage zeigt, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auch günstiger entwickeln können, als derzeit erwartet.

3 Neue Weichenstellungen nach der Finanzkrise

Die Finanzkrise hat uns jedoch nicht nur in konjunktureller Hinsicht vor große Herausforderung gestellt, sie hat auch grundsätzliche Fragen aufgeworfen. Zu nennen sind dabei insbesondere die Diskussion um das Geschäftsmodell Deutschland, die neue Ausgestaltung des regulatorischen Aufsichtsrahmens sowie die grundsätzliche Ausrichtung der Geldpolitik.

3.1 Geschäftsmodell Deutschland

Die jüngste Diskussion um das Geschäftsmodell Deutschland ist eng mit der eben erwähnten Erfahrung verknüpft, dass Deutschland als exportorientierte Volkswirtschaft überproportional stark von dem Einbruch der globalen Wirtschaftstätigkeit betroffen war. Zudem kommt darin die Befürchtung zum Ausdruck, dass eine Rückkehr zu den hohen Exportanteilen der Vorkrisenjahre versperrt ist.

Deutschland hat im letzten Aufschwung durch seine Exportstärke ganz erheblich von der günstigen globalen Entwicklung profitiert. Rein rechnerisch wurde das gesamtwirtschaftliche Wachstum von Mitte 2003 bis Anfang 2008 etwa zur Hälfte vom Außenhandel gespeist. Wie wir wissen, beruhte

diese globale Nachfrage zu einem nicht unerheblichen Teil auf Übertreibungen an den Kredit-, Konsum- und Immobilienmärkten in einigen Ländern. Insofern ist es nachvollziehbar, dass auch mit Blick auf die Exportstärke Deutschlands von einem gewissen Ungleichgewicht im Wachstum gesprochen wird. Die hohe Ausfuhrdynamik war aber nicht allein auf die kräftige Expansion der Auslandsmärkte zurückzuführen. Ganz entscheidend zur Exportstärke beigetragen haben auch die deutliche Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft sowie die hohe Qualität der Produkte.

Deutschland wird daher auch am jetzigen Aufschwung der Weltwirtschaft angemessen partizipieren. Da dieser Aufschwung jedoch moderater verlaufen dürfte als vor der Krise, kommen wir wohl um strukturelle Anpassungen nicht herum. Zwar wird Deutschland aller Voraussicht nach eine leistungsfähige Exportnation bleiben, allerdings wird das gesamtwirtschaftliche Wachstum stärker als bisher durch die Inlandsnachfrage getragen werden müssen.

Für die Wirtschaftspolitik stellt sich deshalb die Aufgabe, die privatwirtschaftliche Dynamik nicht zu beeinträchtigen. Vielmehr gilt es durch eine umsichtige Standortpolitik, das binnenwirtschaftliche Wachstumspotenzial zu stärken und eine dynamischere Entwicklung der deutschen Wirtschaft zu fördern. Dabei sollten Anpassung der Rahmenbedingungen an erster Stelle stehen. Zu denken ist insbesondere an die Bereiche Bildung, Gesundheit, Energie und Umwelt sowie die Liberalisierung von Dienstleistungen. Außerdem sollte der produktivitätsorientierte Kurs in der Lohnpolitik fortgesetzt und eine breitere Flexibilisierung des Arbeitsmarktes vorangetrieben werden, um Anpassungslasten breiter zu verteilen. Wenig erfolgversprechend ist hingegen der Versuch, den durch die Finanzkrise ausgelösten Strukturwandel aktiv zu steuern. Denn der Staat ist schon aufgrund der Anreizstrukturen weniger gut als private Entscheidungsträger darüber informiert, in welchen Branchen und Bereichen der Wirtschaft Wachstumspotenzial besteht. Dafür gibt es national wie auch jenseits unserer Grenzen genügend Beispiele.

3.2 Regulierungs- und Aufsichtsrahmen

Die bitteren Erfahrungen der Finanzkrise haben gezeigt, dass der Regulierungs- und Aufsichtsrahmen weltweit erhebliche Schwächen aufweist und grundlegend überarbeitet werden muss. Der

Nachbesserungsbedarf beschränkt sich jedoch nicht auf die Einzelinstitutsebene. Um systemische Risiken für die Finanzstabilität begrenzen zu können, muss auch das System selbst im Blick behalten werden. Änderungen müssen daher sowohl auf der Mikro- als auch auf der Makroebene ansetzen. In einigen Bereichen ist die Aufarbeitung der Krise schon recht weit vorangeschritten, konkrete Einigungen konnten erzielt und Schwachstellen beseitigt werden. Die spannende Frage bleibt jedoch, ob der Reformprozess im neuen Jahr entscheidend vorankommt und wie die Regulierungsanpassungen im Einzelnen ausgestaltet werden.

Im Mittelpunkt der internationalen Bemühungen steht dabei die Reform-Agenda, die im Rahmen des G20-Gipfel-Prozesses unter Federführung des Financial Stability Boards sowie des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht abgearbeitet wird. Ziel ist es,

- die Widerstandsfähigkeit sowohl einzelner Finanzinstitute als auch die des Finanzsystems insgesamt zu stärken,
- die Anreizstrukturen stabilitätskonform zu adjustieren und
- die abwicklungstechnische Infrastruktur sowie
- die internationale Kooperation zu verbessern.

Ein wesentlicher Ansatzpunkt ist die Erhöhung der Risikopuffer im Finanzsystem. Schärfere Eigenkapitalanforderungen können übertriebenen Fremdkapitalhebeln und risikoreichen Geschäftsmodellen entgegenwirken. Dabei geht es nicht bloß darum, dass Banken mehr Eigenkapital vorhalten sollen, sondern auch um eine bessere und intelligentere Bemessung. Ein wichtiges Ziel ist hier, die prozyklischen Effekte der Eigenkapitalvorschriften stärker einzudämmen. Ein gewisses Maß an Prozyklizität ist risikoadjustierten Eigenkapitalanforderungen zwar inhärent. Aber die bisherige Ausgestaltung hat sich als zu krisenverschärfend und daher als reformbedürftig erwiesen. Dies gilt umso mehr, wenn man die Wechselwirkungen mit der ebenfalls prozyklischen Fair-Value-Bewertung im Rahmen der Bilanzierungsstandards berücksichtigt.

Die internationale Staatengemeinschaft hat vereinbart, bis Ende 2010 international abgestimmte Regeln für die Erhöhung und qualitative Verbesserung des Eigenkapitals von Banken zu entwickeln. Neben verschiedenen Anpassungen der Eigenkapitalanforderungen von Basel II ist auch die Einfüh-

zung einer Leverage Ratio geplant. Diese risikounabhängige Messgröße, so die Erwartung, soll die Bankbilanzen robuster gegen Fehleinschätzungen des Risikogehalts der Aktiva machen.

Die in der Krise zutage getretene besondere Bedeutung systemrelevanter Finanzinstitute für die Stabilität des Finanzsystems hat die G20 dazu bewogen, diese künftig stärker überwachen zu lassen und möglicherweise strengeren Auflagen zu unterwerfen. Das Financial Stability Board soll hierzu ebenfalls bis Ende 2010 entsprechende Standards vorlegen. Nicht minder wichtig sind Verfahren, die eine geordnete und international abgestimmte Abwicklung von systemrelevanten Instituten ermöglichen, welche dennoch in eine Schieflage geraten sind. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hat hierzu im September letzten Jahres Empfehlungen vorgelegt. Diese stellen einen guten Ausgangspunkt für die Entwicklung der konkreten, überaus komplexe Ausgestaltung dar.

Die Krise hat zudem gezeigt, dass insbesondere die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute gegenüber Liquiditätsschocks verbessert werden muss. Der Basler Bankenausschuss hat hierzu zwei neue globale Liquiditätsstandards vorgeschlagen. Zum einen sollen Banken genügend hochliquide Aktiva halten, um einen kurzfristig hohen Liquiditätsbedarf sicherstellen zu können. Zum anderen soll eine stabile, mittel- bis langfristig orientierte Refinanzierungspolitik gefördert werden, die krisenanfällige Refinanzierungsmodelle wie etwa bei der irischen Depfa verhindert.

Die möglichen Auswirkungen derart weit reichender Änderungen bei den Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen sind überaus komplex. Sie werden daher zunächst in einer umfangreichen Quantitativen Auswirkungsstudie simuliert. Auf der Basis dieser Ergebnisse sollen dann Ende 2010 die endgültigen Vorschläge zur Neugestaltung der Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen vorgelegt werden. Auch nach der Verabschiedung ist eine Einführung erst gegen Ende 2012 geplant. Denn die Verarbeitung der Lasten der Krise in den Bankbilanzen erfordert Zeit. Eine zu frühe Verschärfung insbesondere der Eigenkapitalanforderungen könnte die Banken zwingen, die für die Konjunkturerholung wichtige Kreditvergabe über Gebühr einzuschränken.

Als verbesserungsbedürftig hat sich auch das Risikomanagement der Banken erwiesen. So wurden nicht alle Risiken angemessen berücksichtigt. Vernachlässigt wurden insbesondere die in außerbilanzielle Zweckgesellschaften verlagerten Risiken. Zudem wurde zu stark auf das Urteil von externen Ratingagenturen vertraut. Neben einer Überarbeitung der Anforderungen an das Risikomanagement

gement der Banken ist es insbesondere wichtig, dass die Verantwortung für das Risikomanagement auf der obersten Managementebene angesiedelt wird.

In diesem Zusammenhang ist auch eine Änderung der Vergütungsregeln im Finanzsektor notwendig. So müssen insbesondere die variablen Vergütungsbestandteile stärker auf einer nachhaltigen Entwicklung ausgerichtet werden. In Deutschland wurde eine Umsetzung der vom FSB beschlossenen Anforderungen an die Vergütungssysteme im Finanzsektor bereits angestoßen. Zudem haben deutsche Finanzinstitute von sich aus entsprechende Änderungen angekündigt.

Neben regulatorischen Lücken und Fehlern im Anreizsystem hat aber auch mangelnde Transparenz im Finanzsystem zur raschen Ausbreitung und zum Ausmaß der Verwerfungen beigetragen. Dies gilt in besonderem Maße für den Verbriefungsprozess. Qualitätsstandards und Anreize müssen hier deutlich verbessert werden, um eine erneute Erosion der Kreditstandards zu verhindern. In diesem Zusammenhang stehen Verbesserungen der Geschäftspraxis der Ratingagenturen und deren Überwachung auf der Agenda.

Unerlässlich ist schließlich eine Stärkung der Infrastruktur durch die Einrichtung und Nutzung zentraler Gegenparteien bei der Abwicklung von OTC-Derivaten. Dies wird entscheidend dazu beitragen, die systemischen Risiken auf den außerbörslichen Derivatemarkten zu verringern.

Die beschriebenen Reformen dürften die Stabilität des Finanzsystems deutlich erhöhen, andererseits aber auch die Ertragsaussichten im Finanzsektor mindern. Dieser Preis erscheint jedoch angesichts der erheblichen gesellschaftlichen Kosten, die mit Finanzkrisen einhergehen, mehr als angemessen. Um faire Wettbewerbsbedingungen sicherzustellen und Anreize zur Regulierungsarbitrage zwischen verschiedenen Finanzaufsichten zu vermeiden, müssen die Regulierungsänderungen natürlich international abgestimmt sein. Auch ist ein Mehr an Regulierung nicht automatisch gleichbedeutend mit besserer Regulierung. Anstelle einer Fülle neuer Regelungen sollte man deswegen die Stellschrauben an den für die Stabilität des Finanzsystems wesentlichen Punkten adjustieren.

Die Reformagenda ist also komplex. Zudem liegt es in der Natur der Sache, dass unterschiedliche nationale Interessen, insbesondere mit Blick auf nationale Finanzplätze bestehen. Auch ist eine zunehmende Einflussnahme der wieder erstarkenden Finanzindustrie zu beobachten. Da die Bereitschaft zum Handeln mit zunehmender wirtschaftlicher Erholung tendenziell abnimmt, muss das Jahr 2010 im Zeichen der notwendigen regulatorischen Reformen stehen. Hier ist hinter den Kulissen be-

reits viel in Bewegung, und am Ende des straffen Zeitplans, den sich die maßgeblichen Gremien gesetzt haben, dürften ein deutlich verbessertes Regelwerk und Aufsichtssystem stehen.

3.3 Geldpolitik und Finanzstabilität

Aber auch die Notenbanken müssen ihre geldpolitische Strategie überprüfen und Konsequenzen aus den Erfahrungen der Finanzkrise ziehen. Schon vor der Finanzkrise gab es eine kontrovers geführte Debatte über den Umgang der Geldpolitik mit Vermögenspreisblasen. Auf den kleinsten Nenner gebracht standen sich die beiden Politikalternativen des „leaning against the wind“ und des „cleaning up after“ gegenüber. Vertreter der ersten Alternative befürworteten ein aktives Gegensteuern der Geldpolitik beim Entstehen von Vermögenspreisblasen. Demgegenüber nimmt die Geldpolitik bei der zweiten Alternative eine eher abwartende Haltung ein und beschränkt sich darauf, nach dem Platzen der Blase die Scherben aufzukehren.

Im Vorfeld der Krise herrschte ein relativ breiter Konsens für die Alternative eines passiven Verhaltens der Geldpolitik gegenüber Vermögenspreisblasen. Der Grund hierfür lag vor allem in den anerkannten Schwierigkeiten Vermögenspreisblasen zu identifizieren und mit den Instrumenten der Geldpolitik zu bekämpfen. Unter dem Eindruck der Krise und ihrer dramatischen volkswirtschaftlichen Kosten erscheint die Entscheidung gegen ein Eingreifen der Geldpolitik beim Entstehen von Vermögenspreisblasen in einem neuen Licht. Die Krise hat uns schmerzhaft gezeigt, dass wir eben nicht darauf vertrauen können, dass die Folgen eines Platzens von Vermögenspreisblasen durch das nachträgliche Eingreifen der Zentralbanken in Grenzen gehalten werden können, sei es durch eine geldpolitische Lockerung oder eine Ausweitung der Liquiditätsbereitstellung.

Hinzu kommt, dass die Geldpolitik stärker berücksichtigen muss, dass sie das Risikoverhalten der Finanzmarktteilnehmer und damit das Entstehen von Blasen beeinflusst. Beispielsweise können über lange Zeit sehr niedrige Zinsen oder die implizite Zusage, Verwerfungen an den Finanzmärkten geldpolitisch abzufedern, die Finanzmarktteilnehmer zum Eingehen übertriebener Risiken verleiten. Inzwischen gilt ein solcher Mechanismus als mitursächlich für den Kredit-, Konsum- und Immobilienboom in den USA.

Gleichwohl haben die Argumente gegen eine präventive geldpolitische Straffung zur Bekämpfung von Vermögenspreisblasen grundsätzlich nichts von ihrer Gültigkeit eingebüßt. Das gilt sowohl für die Probleme, Vermögenspreisblasen eindeutig zu identifizieren, als auch für die beschränkten Möglichkeiten der Geldpolitik, diese zu bekämpfen. Zwar wurde die Forschung auf diesem Gebiet gerade auch durch die Finanzkrise vorangetrieben. Ich möchte aber vor der Vorstellung warnen, es sei vor allem an der Geldpolitik, das Auftreten von Blasenbildungen wirksam zu verhindern und Finanzstabilität zu gewährleisten. Ein solchermaßen erweitertes Mandat würde die Geldpolitik überfordern. Denn ihr steht mit dem Zinssatz nur ein Instrument zur Verfügung, und mit diesem lassen sich nur schwerlich zwei Politikziele – Preisstabilität und Finanzstabilität – erreichen. Außer Frage steht dabei, dass das Ziel der Preisstabilität als Grundvoraussetzung für die Stabilität des Finanzsystems auch weiterhin Priorität hat. Um die Geldpolitik nicht zu überfrachten, muss es die primäre Aufgabe von Regulierung und Aufsicht bleiben, Finanzstabilität zu gewährleisten. Und auch dann müssen wir uns im Klaren sein, dass es zukünftig weiterhin Blasen an den Finanzmärkten geben wird.

Was wir aber tun können, ist die Stabilität des Finanzsystems verstärkt im Blick zu behalten. Die Geldpolitik kann dazu durchaus auch einen Beitrag leisten. Konkret kann sie die Entwicklung der Vermögenspreise sowie der Geldmengen- und Kreditaggregate stärker bei der geldpolitischen Entscheidung berücksichtigen. Geldpolitischer Handlungsbedarf besteht eben nicht nur bei steil fallenden, sondern auch bei stark steigenden Vermögenspreisen und gleichzeitig hohem Geldmengen- und Kreditwachstum, und in diesem Sinne muss die Geldpolitik symmetrischer agieren.

Das Eurosystem ist hierfür mit seiner Zwei-Säulen-Strategie in einer sehr guten Ausgangsposition. Denn die Zwei-Säulen-Strategie sieht bereits vor, dass bei der geldpolitischen Entscheidung neben eher kurzfristigen Erwartungen über die Entwicklung des Preisniveaus auch die längerfristige Entwicklung von Geldmengen- und Kreditaggregaten berücksichtigt wird. In Zukunft dürfte dieser zweiten Säule der geldpolitischen Strategie eher mehr Bedeutung zukommen – wenn sie nämlich nicht nur zur frühzeitigen Identifizierung von unmittelbaren Preisrisiken, sondern ausdrücklich auch von Fehlentwicklungen auf den Märkten für Vermögensgüter herangezogen wird.

Letztendlich müssen also eine umsichtige Geldpolitik, ein geeigneter regulatorischer Rahmen sowie funktionierende institutionelle Strukturen ineinandergreifen. Mit dem European Systemic Risk Board (ESRB) wurde in Europa eine Institution geschaffen, die die dazu nötige Makroperspektive einnimmt.

Der ESRB dient als Schnittstelle zwischen Zentralbanken, Regulierern und Aufsichtsbehörden. Dadurch dass Vertreter der europäischen Zentralbanken und der EZB im Lenkungsausschuss vertreten sind und das Sekretariat bei der EZB angesiedelt ist, sollte gewährleistet sein, dass die Expertise der Notenbanken in die Finanzstabilitätsanalyse einfließt.

4 Vordringliche Aufgaben wirtschafts- und geldpolitischen Handelns

Derartige Überlegungen zu längerfristigen Aufgaben sind wichtig und notwendig. Daneben steht die Wirtschaftspolitik aber auch vor direkten Herausforderungen. Sie rühren daher, dass die Politik während der Krise in vorher nicht gekanntem und nicht vorstellbarem Ausmaß interveniert hat, um Finanzsystem und Konjunktur zu stützen.

Diese Eingriffe waren notwendig und richtig, um Schlimmeres zu verhindern. Aber als Ergebnis ist der Staat in wesentlich größerem Umfang am Wirtschaftsgeschehen beteiligt, die Staatsfinanzen sind bis zum Äußersten angespannt, und die geldpolitischen Zügel wurden in außerordentlichem Umfang gelockert. Dies kann und darf kein Dauerzustand sein, daher ist der richtige Ausstieg aus diesen Sondermaßnahmen eine zentrale und vordringliche Aufgabe.

4.1 Exit Finanzsektor

Auch in Deutschland hat der Staat durch Garantien, Kapitalbeteiligungen und zuletzt das Bad-Bank-Gesetz entscheidend zur Stabilisierung des Finanzsystems beigetragen. Mit dem SoFFin wurde ein allen Banken zugängliches Stützungsinstrument geschaffen, und eine solche systematische Lösung ist in einer Systemkrise Einzelfallregelungen weit überlegen. Denn bei einem drohenden Flächenbrand reicht es nicht, auf die ausbrechenden Feuer zu warten und dann jeweils erst Löschwasser und Mannschaften zusammensuchen. Man muss vielmehr große Mengen an Löschmitteln und schwerem Gerät auf Abruf bereithalten, um schnell reagieren zu können. Eben dies leistete der SoFFin für das Finanzsystem im Höhepunkt der Krise.

Die Eingriffe führen allerdings auch zu Wettbewerbsverzerrungen und verwickeln den Staat nolens volens in unternehmerische Entscheidungen im Finanzsektor. Sie dürfen daher nicht zum Dauerzustand werden. Die Stabilisierung an den Finanzmärkten ist zwar noch nicht endgültig gesichert. Und

einzelne Institute sind durchaus noch nicht aus dem Größten heraus, so dass sich in Einzelfällen sogar noch einmal ein Stützungsbedarf ergeben kann. Aber dennoch ist es nun an der Zeit, den Rückzug aus den Sondermaßnahmen zur Stabilisierung des gesamten Systems zu planen.

Am einfachsten dürfte sich das bei den Garantien gestalten, die ohnehin zuletzt immer weniger in Anspruch genommen wurden, nach und nach auslaufen und nur noch bis Ende 2010 beantragt werden können. Bei den Eigenkapitalhilfen hat die Nachfrage zwar ebenfalls nachgelassen, die bereits getätigten Einlagen werden aber nicht so schnell wieder abgezogen werden können. Zudem wird ein Teil von ihnen, auch das gebietet die Ehrlichkeit gegenüber dem Steuerzahler, wohl nicht zum Nennwert zurückfließen und insofern verloren sein.

Im Falle von Bad Banks nach § 6a Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz läuft die Frist zur Antragsstellung übermorgen ab. Ich hoffe sehr, dass Banken nicht auf eine Inanspruchnahme verzichtet haben, weil sie aus falsch verstandenem Ehrgeiz oder aus anderen Gründen ihre Handlungsspielräume überschätzen. Die in den nächsten Wochen und Monaten anstehenden Jahresabschlüsse könnten ein erster Indikator sein, ob dieses Instrument nicht doch besser länger zur Verfügung stünde.

4.2 Exit Geldpolitik

Noch größeres Augenmerk richtet sich weltweit auf den künftigen Kurs der Geldpolitik. Die Notenbanken haben im Hochpunkt der Krise durch massive Leitzinssenkungen und die umfangreiche Bereitstellung von Liquidität maßgeblich zur Stabilisierung der Lage an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft beigetragen. So hat das Eurosystem nicht nur in kurzer Zeit den Leitzins von 4,25 % auf 1 % gesenkt. Mindestens ebenso wichtig war die erleichterte Bereitstellung von Liquidität. Banken konnten sich beim Eurosystem Geld für längere Laufzeit leihen. Der Kreis der Sicherheiten, die dazu hinterlegt werden konnten, wurde erheblich erweitert. Und nicht zuletzt wurde im Herbst 2008 zur Vollzuteilung übergegangen: Zuvor war der Umfang der Liquidität vorgegeben, die vom Eurosystem im Rahmen einer bestimmten Operation bereitgestellt wurde. Die Banken mussten höhere Zinsen bieten, um sicher bei der Zuteilung zum Zuge zu kommen. Seit Herbst 2008 können Banken zum geltenden Leitzins jede beliebige Menge an Liquidität erhalten, ausreichende Sicherheiten vor-

ausgesetzt. In dem Maß, wie sich die Lage im Finanzsystem stabilisiert, nimmt die Notwendigkeit dieser Sondermaßnahmen ab. Behielte man sie zu lange bei, so drohten mittelfristig sogar Risiken für die Preisstabilität.

Mit seinem Beschluss von Anfang Dezember 2009 hat das Eurosystem nun diese sehr expansive Ausrichtung etwas zurückgenommen. Erstens wurde der sogenannte 12-Monatstender, also die mit einer Laufzeit von einem Jahr sehr lange Bereitstellung von Liquidität, mit dem jüngsten Dezembergeschäft eingestellt. Zweitens müssen Banken, die diese Kreditlinie im Dezember noch einmal in Anspruch genommen haben, als Zins nicht den aktuellen Leitzins von 1 % zahlen. Stattdessen ist am Ende der Laufzeit der durchschnittliche Leitzins dieser Periode zu entrichten – kommt es demnach zu Leitzinserhöhungen, so wird auch der 12-Monatstender teurer. Drittens wurde angekündigt, den 6-Monatstender Ende März auslaufen zu lassen. Demgegenüber hat sich das Eurosystem auch darauf festgelegt, zunächst für die kürzer laufenden Refinanzierungsgeschäfte von bis zu einem Monat Laufzeit die Vollzuteilung zum Leitzins beizubehalten. „Zunächst“ meint hier, dass diese Regel auf jeden Fall für das erste Quartal 2010 gilt.

Mit all diesen Maßnahmen ist eine behutsame und für die Banken kalkulierbare Rücknahme der sehr umfangreichen Liquiditätsbereitstellung eingeleitet. Wann und wie weitere Schritte folgen werden, hängt entscheidend von der künftigen Entwicklung der Konjunktur und an den Finanzmärkten ab. Das Eurosystem wird sich hier – zu Recht – nicht ex ante auf einen bestimmten Kurs oder Zeitplan festlegen lassen.

Gewiss ist aber, dass es dabei am Ziel der Preisstabilität keine Abstriche geben wird, auch wenn die Geldpolitik in der Währungsunion durch die unterschiedliche Betroffenheit der Mitgliedsländer von der Krise sicher schwieriger geworden ist. Denn die Finanzkrise hat die ohnehin schon bestehenden Divergenzen im Euroraum verschärft und macht es Mitgliedsländern mit Rückständen in der Wettbewerbsfähigkeit noch schwerer, diese wieder aufzuholen. Die EZB hat jedenfalls jüngst ausgeschlossen, dass es bei den Bonitätskriterien für Sicherheiten im Geschäft mit dem Eurosystem Sonderregelungen, das heißt Abstriche, für einzelne Länder geben wird. Dies unterstreicht die Verpflichtung des Eurosystems auf eine einheitliche Geldpolitik für die gesamte Währungsunion.

4.3 Exit Finanzpolitik

Die größte Aufmerksamkeit erregt gegenwärtig indes die zunehmend prekäre Lage der öffentlichen Finanzen. Erinnern wir uns: In den Jahren 2007 und 2008 wies der deutsche Gesamtstaat jeweils einen in etwa ausgeglichenen Haushalt auf. Zwar gab es beim Bund noch ein Defizit, doch dem standen Überschüsse bei Ländern, Gemeinden und Sozialversicherung gegenüber. 2009 dürfte das Defizit dann auf rund 3 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts gestiegen sein, wozu die Konjunkturpakete mit 1 ¼ Prozentpunkten beitrugen. Die Schuldenquote stieg von zuvor 66 % auf etwa 72 %.

Im laufenden Jahr ist von einem weiteren Defizitanstieg auf 5 % auszugehen, das heißt, der Schuldenstand des Gesamtstaates würde um mehr als 120 Mrd. € weiter ansteigen. Zwar nimmt die Wirtschaftsleistung wieder zu, aber der Konjunkturunbruch schlägt sich in vielen Etatposten erst verzögert nieder. Hinzu kommt, dass im Koalitionsvertrag vereinbarte und inzwischen beschlossene Maßnahmen Finanzierungslücke weiter vergrößern. Um Ihnen die Dimension eines Defizits von 5 % des nominalen BIP zu verdeutlichen: Die Steuerquote und die Abgabenquote betragen in Deutschland im Jahr 2008 rund 24 % beziehungsweise rund 40 %, und ein um 1 Prozentpunkt höherer Regelsatz der Umsatzsteuer führt zu einem Mehraufkommen von rund 8,5 Mrd. Euro oder etwas mehr als 0,3 % des nominalen BIP.

2011 könnte das Defizit dann für sich genommen wieder geringfügig sinken, weil nämlich eine Reihe von Stimulierungsmaßnahmen ausläuft. Nicht berücksichtigt sind dabei indes die im Koalitionsvertrag ebenfalls enthaltenen weitergehenden Steuersenkungen.

Wie ist diese Entwicklung zu beurteilen? Blickt man auf die außergewöhnliche Heftigkeit der Rezession, so war der erhebliche fiskalische Impuls für die Jahre 2009 und 2010, wie er mit den beiden Konjunkturpaketen beschlossen wurde, dem Umfang nach vertretbar. Allerdings belasten viele der ergriffenen Maßnahmen den Staatshaushalt nicht nur vorübergehend, sondern dauerhaft; Beispiele sind die Tarifverschiebungen bei der Einkommenssteuer, die Absetzbarkeit von Krankenversicherungsbeiträgen oder die Anhebung von Kindergeld und Regelsätzen. Damit wird das Defizit auch nach dem Ende der Rezession dauerhaft höher. Noch gar nicht berücksichtigt ist dabei, dass die Wirtschaft nicht mehr so stark wachsen dürfte wie vor der Krise. Dies belastet die öffentlichen Haushalte zusätzlich. Die Folge ist, dass ohne Politikänderungen die Staatsschulden in den kommenden

Jahren weiter rasch zunehmen werden. Und dies gilt nicht nur für den absoluten Schuldenstand, sondern auch für die Schulden relativ zur Wirtschaftsleistung.

Finanzpolitisch steht uns daher das Wasser bis zum Hals. Dass viele andere Länder noch tiefer im Wasser stehen, ist zwar richtig, macht die Lage aber keinen Deut besser. Eine der Hauptaufgaben der Wirtschaftspolitik in den kommenden Jahren ist folglich, die öffentlichen Haushalte wieder ins Lot zu bringen. Damit kann und muss spätestens nächstes Jahr begonnen werden. Das Vertrauen der Märkte muss erhalten und finanzpolitische Spielräume müssen wieder gewonnen werden. Dies ist eine formidable Herausforderung, die der Politik harte und unangenehme Entscheidungen abverlangt. Denn wenn das Vertrauen in die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte nicht bald wiederhergestellt wird, fällt der Konsolidierungsbedarf später noch größer aus. Zudem hätte der Staat Anlegern eine höhere Risikoprämie zu zahlen, um sich weiter am Kapitalmarkt refinanzieren zu können. Zusammen mit steigenden Inflationserwartungen würde dies die Konsolidierung zusätzlich erschweren. Die absehbaren Lasten der Alterung, die auch auf die öffentlichen Haushalten zukommen, sind dabei noch gar nicht berücksichtigt.

Angesichts dessen sind auch die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und der nationalen Schuldenregel durchaus kein Selbstzweck. Vielmehr unterstreichen sie nachdrücklich den gesamtwirtschaftlich unabwendbaren Handlungsbedarf. Ganz in diesem Sinne ist es ebenso wünschenswert wie machbar, nicht erst 2013, sondern bereits 2012 die 3 %-Grenze wieder einzuhalten.

Wie soll nun aber konsolidiert werden? Die Konsolidierungsmaßnahmen sollten möglichst wachstumsfreundlich sein. Unter diesem Gesichtspunkt ist eine ausgabenseitige Konsolidierung vorzuziehen, vor allem dann, wenn sie bei den konsumtiven Ausgabenkategorien ansetzt. Demgegenüber verringert eine Erhöhung der Abgabenlast die Wachstumsperspektiven. Sie sollte nur erwogen werden, wenn auf der Ausgabenseite alle Spielräume ausgeschöpft sind.

Eine Steuersenkung indes erhöht den Konsolidierungsbedarf noch weiter. Zwar können Steuersenkungen für sich genommen ebenfalls das Wachstum anregen. Es wäre aber mehr als verwegen, auf eine auch nur weitgehende Selbstfinanzierung niedrigerer Steuern zu setzen. Vielmehr müsste eine Steuersenkung durch noch weiter reichende Einsparungen an anderer Stelle gegenfinanziert werden. Gegenwärtig sieht es aber alles andere als danach aus.

Für den finanzpolitischen Kurs ist das Stabilitätsprogramm, das Deutschland in den nächsten Tagen der EU-Kommission vorlegen wird, eine wichtige Wegmarke. Es muss eine verlässliche Perspektive für die Konsolidierung der Staatsfinanzen aufzeigen. Denn ein klares, durch wirksame Sparmaßnahmen untermauertes Bekenntnis Deutschlands wie auch der anderen Mitgliedsländer zu den europäischen Haushaltsregeln ist für die Zukunft der Währungsunion von entscheidender Bedeutung.

Die gegenwärtige, prekäre Haushaltssituation in Griechenland führt uns diesen Konnex eindrücklich vor Augen. Gelingt es dort nicht, die Haushaltsprobleme rasch in den Griff zu bekommen, wird die Diskussion um einen europäischen Bail-out an Vehemenz gewinnen und schließlich eine Eigendynamik entfalten. Der am Ende resultierende Präzedenzfall würde aber die Legitimation des Euro in den übrigen Ländern massiv beschädigen und so an den Grundfesten der Währungsunion rütteln.

Und selbst unterhalb der Schwelle eines solchen geld-, finanz- und europapolitischen Großschadensereignisses bergen überbordende Budgetdefizite Sprengstoff. Sie zwingen die Geldpolitik zu einem restriktiveren Kurs und führen spätestens mittelfristig zu erheblichen Spannungen in der Währungsunion. Dies gilt umso mehr, wenn eine prekäre Lage der öffentlichen Haushalte mit mangelnder Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Wirtschaft einher geht.

5 Schluss

Meine Damen und Herren,

auch wenn sich der Wirtschaftsausblick im Vergleich zu vor einem Jahr merklich aufgehellt hat, sind die Herausforderungen beträchtlich, die nicht nur im neuen Jahr, sondern auch mittel- bis langfristig auf uns zukommen. Leipzig und die neuen Länder erinnern aber auch daran, welche großen Aufgaben wir in den vergangenen zwei Jahrzehnten bereits gemeistert haben, und dies häufig unter noch größerer Ungewissheit über den richtigen Weg. Gerade diese Erfahrungen sollten uns nicht verzagt, sondern entschlossen und tatkräftig nach vorne schauen lassen.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.