

„Auf Dauer müssen stabiles Geld und solide Finanzen zusammengehen.“

Die Entwicklung des geldpolitischen Instrumentariums der EZB und die federführende Begleitung des Euro in seinen ersten Jahren schildert Otmar Issing als eine gleichermaßen spannende wie reizvolle fachliche und persönliche Herausforderung. Für den Erfolg der Geldpolitik einer Notenbank verweist er im Redaktionsgespräch auf die zentrale Aufgabe, die Inflationserwartungen möglichst auf dem Stabilitätsniveau zu verankern. Mit dieser längst gefestigten Grundausrichtung im Inneren bescheinigt er der EZB sowohl im Umgang mit den starken Preiserhöhungen auf den Rohstoffmärkten als auch bei der Beherrschung der Auswirkungen der deutschen Mehrwertsteuererhöhung zu Beginn des vergangenen Jahres eine gelungene Arbeit. Und auch die Herausforderungen durch die aktuelle Finanzmarktkrise sieht er durch das flexible Instrumentarium der Notenbank bislang gut gemeistert. In der EZB selbst, so erläutert das frühere Mitglied des EZB-Direktoriums, war die Philosophie der Preisstabilität schon bei der Entwicklung des geldpolitischen Instrumentariums tief verankert. (Red.)

Herr Issing, wären Sie unter solchen Bedingungen wie sie derzeit an den Geld- und Kapitalmärkten herrschen, immer noch gerne Chef-Volkswirt der Europäischen Zentralbank?

Ich habe das Interesse an meiner Tätigkeit in der Notenbank nie von den Umständen abhängig gemacht. Wenn man in einem solchen Amt ist, dann weiß man, dass es gute und

schwierigere Zeiten gibt. Man darf sich nur nie an die guten Zeiten gewöhnen, sonst wird man zu selbstsicher und läuft Gefahr, die bereits irgendwo glimmende Lunte zu übersehen. Mervin King hat einmal über die Idealwelt für Notenbanken gesagt, sie sollte möglichst langweilig sein. Das kann man sich leider nicht aussuchen, die Wirklichkeit sieht meist anders aus.

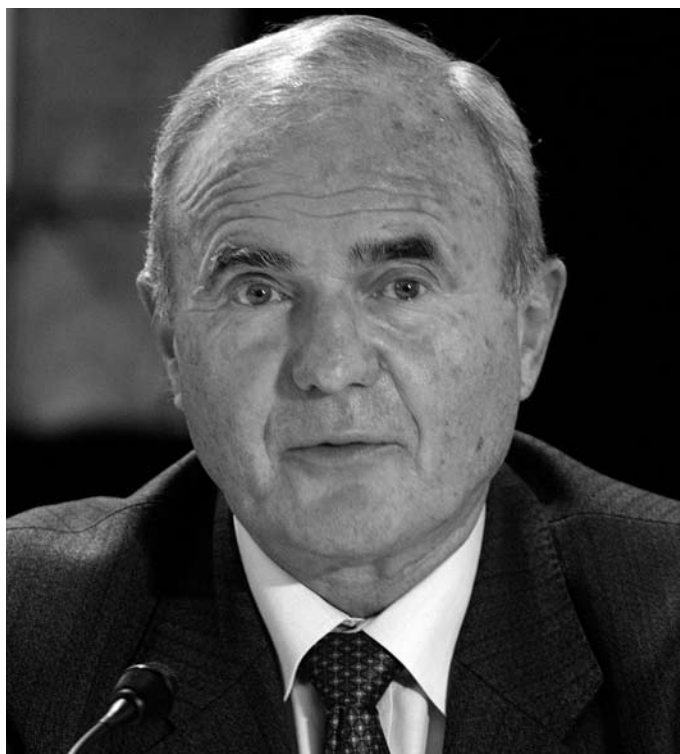
Sie haben in Ihrem Buch „Der Euro – Geburt, Erfolg, Zukunft“ die ersten Jahre der neuen Währung beschrieben: Sind das im Moment die schwierigsten Bedingungen für den Euro?

Nein, man sollte die Kirche im Dorf lassen. Das schwierigste war und bleibt die Startphase. Ein Grund, dieses Buch zu schreiben, war auch, dass es mich manchmal schon

stört, wenn der Erfolg des Euro heute so selbstverständlich genommen wird. Dabei wissen wir alle, wie viele Prognosen ausgesehen haben. Milton Friedman beispielsweise war vom Scheitern überzeugt und hat mir zu einem „impossible job“ gratuliert. Da wurde eine neue Währung für 300 Millionen Menschen geschaffen, eine Währung, die in Deutschland die von allen geschätzte D-Mark ablöste. Der Euro musste die Skepsis der Märkte und das weitverbreitete Misstrauen der Menschen überwinden. Diese Herausforderung ist kaum zu überbieten. Nur weil alles im Rückblick so gut lief, darf man die tatsächlichen Schwierigkeiten nicht unterschätzen. In der schwierigen Phase, die im August 2007 begonnen hat, hat sich gezeigt, dass die EZB schon nach wenigen Jahren als Modell einer modernen Notenbank weltweit aner-

kannt ist. Das ist das größte Kompliment für die immer noch junge EZB.

Die Situation an den Rohstoffmärkten, insbesondere Öl mit hohen Energiepreisen, die Lage in den USA, wie ist dies unter Stabilitätsgesichtspunkten zu bewerten? Wie groß sind die Gefahren?



*Prof. Dr. Dr. h.c. mult.
Otmar Issing, Würzburg,
ehemaliges Mitglied des
Direktoriums der Europäischen
Zentralbank, Vorsitzender des
Kuratoriums des House of
Finance, Frankfurt am Main*

Man muss zunächst die globale Entwicklung trennen von den Vorgängen in den USA. Hohe Öl- und damit Energiepreise sind kein US-amerikanisches, sondern ein globales Phänomen. Die Integration von China und Indien in die Weltmärkte und deren Exporte haben einen großen Druck auf viele Güterpreise erzeugt. In diesen beiden Ländern wurden hunderte von Millionen Arbeitsplätzen geschaffen, die wiederum den Menschen erstmals ein erträgliches Einkommen verschafften. Diese beiden Länder treten seitdem auch mit großer Nachfrage am Weltmarkt auf. Das spiegelt sich nicht zuletzt in den gestiegenen Preisen für Energie und schließlich auch für Nahrungsmittel wider. Hierbei handelt es sich um einen Trend und nicht um eine vorübergehende Erscheinung.

Zeitlich parallel dazu erleben wir die Krise an den Finanzmärkten, die ausgelöst wurde durch Verwerfungen am US-Hypothekenmarkt. Generell geht die Finanzmarktkrise auf eine Aufblähung des Kreditvolumens und eine Verminderung der Spreads, die nicht mehr annähernd die unterschiedlichen Risiken abbildeten.

Stecken Notenbanken da nicht in einem Dilemma? Sie müssten einerseits die Zinsen senken, um Liquidität zur Verfügung zu stellen, können dies aber nicht, weil die Inflation zu einer ernsthaften Gefahr geworden zu sein scheint. Ist das zu lösen?

Die EZB zeigt den richtigen Weg. Sie hat zum einen sofort Anfang August letzten Jahres mit Liquiditätshilfen reagiert und zur Beruhigung der Märkte beigetragen. Sie hat ihre Aktionen, je nach Marktlage, wiederholt, dabei aber das Liquiditätsvolu-

„Die EZB hat das Vertrauen der Märkte nie verloren, denn wir haben Kurs gehalten.“

men insgesamt kaum erhöht. Sie stellt Liquidität jedoch für einen längeren Zeitraum zur Verfügung. Das bringt größere Sicherheit in den Markt. Die jüngste Erhöhung des Leitzinses war aber gleichzeitig ein Signal, dass die Notenbank auch in dieser schwierigen Lage ihren zentralen Auftrag nicht aus den Augen verliert, nämlich für Preisstabilität zu sorgen.

Die Herausforderung in der gegenwärtigen Lage liegt für alle Notenbanken darin, die Inflationserwartungen auf Stabilitätsniveau zu verankern. Nur dann kann es gelingen, zu verhindern, dass der durch den Preisanstieg vor allem für Energie ausgelöste Preisschub einen Inflationsprozess in Gang setzt.

Weil Sie gerade China und Indien angesprochen haben: In Ihrem Buch ist von diesen Staaten keine Rede. Muss man künftig aber nicht auch diese beiden Notenbanken sehr viel stärker im Auge haben?

Ich hatte schon begonnen, ein Kapitel „Geldpolitik in einer globalisierten Welt“ zu schreiben, habe das aber wieder verworfen, weil der Schwerpunkt des Buches auf der „Geburt des Euro“ liegen sollte. Aber es ist völlig richtig, dass die Vorgänge in China und Indien, auch in Russland, an Einfluss gewinnen werden. Die Welt wird in 20 Jahren anders aussehen als heute. Der Schwerpunkt der Wirtschaftsaktivität hat sich immer mehr nach Asien verlagert, auch wenn man die gegenwärtigen Entwicklungen nicht einfach extrapolieren darf.

Reicht das Notenbank-Instrumentarium für die aktuellen Herausforderungen noch aus? Oder müssen weitere Modifikationen folgen, wie Sie es in Ihrem Buch ansprechen?

Als wir am 2. Juni 1998 mit unserer Arbeit in der EZB begonnen haben – knapp sieben Monate vor Einführung des Euro – konnten wir ein Instrumentarium für die neue Notenbank entwickeln. Der Maastricht-Vertrag ließ uns

freie Hand. Es gab keinerlei einschränkende Vorgaben. Das war ein großer Unterschied etwa zur Deutschen Bundesbank, denn im Bundesbankgesetz war bis in das kleinste Detail geregelt, was die Notenbank darf und was nicht. Die Freiheit, die wir bei der EZB hatten, war also eine große Chance, aber auch eine große Herausforderung.

Mit der Mindestreserve haben wir ein Instrument geschaffen, das mit niedrigen, einheitlichen Sätzen und der marktgerechten Verzinsung der Mindestreserveguthaben die verzerrende Wirkung der langjährigen Bundesbankpraxis vermeidet. Die Pflicht zur Erfüllung der Mindestreserve im Durchschnitt der Periode gewährt den Kreditinstituten Freiheiten in der Liquiditätsgestaltung. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierung beziehungsweise die Einlagenfazilität etablieren einen Zinskorridor, in dessen Mitte die EZB mit ihren Hauptrefinanzierungsgeschäften den Geldmarktsatz steuert. Damit verfügte die EZB

„Das Instrumentarium der EZB ist also nicht nur markttauglich, sondern sogar vorbildlich.“

von Anfang an über ein außerordentlich wirksames Instrumentarium, was sich auch daran zeigt, dass die Notenbank in normalen Zeiten nur ausgesprochen selten am Geldmarkt mit Feinststeuerungsmaßnahmen intervenieren musste. Auch die Herausforderung beim „Jahrtausendwechsel“ meisterte die EZB ohne Probleme, während etablierte Notenbanken damals bekanntlich ihr Instrumentarium erweitern mussten, um das besondere Liquiditätsproblem zwischen der Jahrtausendwende zu lösen. Inzwischen hat die Bank of England ihr Liquiditätsmanagement mehr und mehr dem der EZB angepasst. In den USA diskutiert man über die Einführung einer Mindestreservepflicht à la EZB. Dies bestätigt den Erfolg der EZB-Politik. Das Instrumentarium der EZB ist also nicht nur markttauglich, sondern sogar vorbildlich.

Der Euro ist so stark wie nie zuvor: Haben Sie immer an die Stärke des Euro geglaubt, und sehen wir derzeit eine Euro-Stärke oder eine Dollar-Schwäche?

Sie haben vorhin nach schwierigen Phasen gefragt. Die neue Währung startete mit einem Wechselkurs von 1,18 Dollar für den Euro. Schon bald aber fiel der Außenwert, der Euro stürzte bis auf 0,82 US-Dollar. In Asien nannte man die europäische Währung zu dieser Zeit „toilet currency“. Die EZB hat aber auch in dieser Zeit das Vertrauen der Märkte nie verloren, denn wir haben Kurs gehalten. Ich war mir immer

sicher, dass der Kurs des Euro sich erholen würde. Es gibt in der Währungsgeschichte nicht einen Fall, in der die Währung eines großen und politisch zuverlässigen Wirtschaftsgebietes im Innern stabil ist und der Außenwert diese Stabilität auf Dauer nicht widerspiegelt. Ich wurde damals oft gefragt wurde, wie es denn weitergehe? Ich

habe immer geantwortet: Noch in meiner Amtszeit werden wir mit dem umgekehrten Problem konfrontiert, nämlich dem Vorwurf, der Euro sei zu stark. Eines steht jedenfalls außer Zweifel: Der Euro ist heute weltweit als stabile Währung anerkannt und genießt das Vertrauen.

Wie wichtig war es für das Vertrauen und die Glaubwürdigkeit in die EZB, dass vom Start weg ein Bundesbanker mit dabei war, der die Stabilität der Deutschen Bundesbank verkörperte?

Als die EZB am 1. Januar 1999 die geldpolitische Verantwortung übernahm, war der EZB-Rat ausschließlich mit Personen besetzt, die sich die Bundesbank-Philosophie der Preisstabilität längst zu eigen gemacht hatten. 20 Jahre früher wäre dies so kaum der Fall gewesen.

Mir persönlich haben zwei Umstände bei der Erfüllung meiner Aufgabe sehr geholfen. Zum einen war die Bundesbank die einzige Notenbank mit einer wirklich eigenständigen und unabhängigen Geldpolitik. Dadurch war mir die Beschäftigung mit strategischen Fragen der Geldpolitik vertraut, sozusagen selbstverständlich. Daneben hatte ich im Zentralbankrat Erfahrungen gesammelt, wie man mit einem Gremium gleichberechtigter Teilnehmer umgeht. Entscheidungen im Konsens zu finden, muss man einüben.

Können Sie sich ein EZB-Direktorium ohne einen deutschen Vertreter vorstellen?

Nationalität hat in der Geldpolitik nie eine Rolle gespielt. Wie die deutsche Öffentlichkeit darauf reagieren würde, ist eine andere Frage.

Stichwort EU-Erweiterung und Erweiterung der Währungsunion: Sie

haben sich immer sehr kritisch gegen eine zu frühe Öffnung ausgesprochen. Kann man überhaupt Geldpolitik für 27 Länder machen?

„Der Euro ist heute weltweit als stabile Währung anerkannt.“

So weit sind wir noch lange nicht. An eine Währungsunion mit den 27 EU-Ländern denkt zurzeit aus gutem Grund niemand. Entscheidend für die EZB werden die Beitritte von Ländern wie beispielsweise Polen sein, die auch über ein entsprechendes wirtschaftliches Gewicht verfügen.

Die Herausforderungen liegen aber zunächst weniger bei der EZB, als vielmehr bei den Ländern selbst, die sich ein für allemal an den Euro binden. Sie geben für immer eine eigenständige Geldpolitik und die Möglichkeit der Änderung des Wechselkurses auf. Sie müssen sich den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes mit allen Konsequenzen unterwerfen. Die Verletzungen des Maastricht-Vertrages durch Deutschland und Frankreich waren ein verheerendes Signal, nicht zuletzt für die neuen Mitgliedsländer der EU.

Wie lange verdient der Stabilitäts-pakt noch seinen Namen?

Der nächste Test steht vor der Tür, er kommt mit der Abschwächung des Wirtschaftswachstums. Die europäische Währungsunion ist auf zwei Säulen aufgebaut: auf die Notenbank mit ihrem Statut und ihrer Geldpolitik und auf die Einhaltung

„Nationalität hat in der Geldpolitik nie eine Rolle gespielt.“

der Bedingung solider öffentlicher Finanzen. Auf Dauer müssen stabiles Geld und solide Finanzen zusammengehen.

Sie bezeichnen den keynesianischen Ansatz in Ihrem Buch als „illusionär“. Wie sieht das richtige Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik aus?

Ich halte den diskretionär orientierten Ansatz der Finanzpolitik für illusionär, schon allein deshalb, weil die Maßnahmen immer zu spät kommen. Sie wirken dann prozyklisch. Außerdem verliert eine keynesianisch orientierte Finanzpolitik fast zwangsläufig das Schuldenproblem aus den Augen.

Die gegenwärtig in der Bundesrepublik diskutierte „Schuldenbremse“ ist ein Reflex dieses Versagens über die ganze Zeit. Die Idee, in konjunkturell guten Jahren Überschüsse im Haushalt zu erwirtschaften und in schlechten Jahren Defizite zuzulassen, ist grundsätzlich gutzuheißen. Entscheidend bleibt aber die praktische Umsetzung einer richtigen Konzeption.

Es gilt nun eine klare Rollenverteilung. Die Geldpolitik sorgt mittelfristigorientiert für stabile Preise. Die Fiskalpolitik lässt weitgehend regelgesteuert den Haushalt mit den automatischen Stabilisatoren atmen. Die Grundidee des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ist ebenso einfach wie richtig: Der öffentliche Haushalt sollte bei normaler Konjunkturlage ausgeglichen sein, im Falle eines hohen Schuldenstandes besser einen Überschuss ausweisen. Sollte sich die Wirtschaftslage verschlechtern, haben die Länder bis zu einem Defizit von drei Prozent des Sozialproduktes einen weiten Spielraum. Das ist ein vernünftiges Konzept, sowohl für eine Währungsunion als auch für einen einzelnen Staat.

Wie wirken heute Steuererhöhungen beziehungsweise -senkungen auf die volkswirtschaftliche Nachfrage?

Das lässt sich nicht losgelöst von der wirtschaftlichen Lage beantworten. Anfang der achtziger Jahre beispielweise hat die Reduzierung des Haushaltsdefizits in der Bundesrepublik Deutschland nicht konjunkturendämpfend gewirkt. Im

Gegenteil: Die Maßnahmen haben das Vertrauen gestärkt. Bei ständig steigenden Defiziten neigen die privaten Haushalte dagegen zum Sparen, da sie sich sagen: Die Defizite von heute sind die Steuern von morgen. Aber noch einmal: Die Wirkung hängt ganz wesentlich von den konkreten Umständen und der Glaubwürdigkeit der staatlichen Politik ab.

Zeitschrift
für das gesamte
Kreditwesen



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 11 11 51, 60046 Frankfurt.

Telefon: (069) 97 08 33 - 0, Telefax: (069) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesen.de
Internet: www.kreditwesen.de

Herausgeber: Klaus-Friedrich Otto

Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser,
Philipp Otto

Redaktion: Swantje Benkelberg, Lars Haugwitz,
Alexander Hofmann, Barbara Hummel, Frankfurt
am Main

Redaktionssekretariat und Layout: Anja Oehrl

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesen.de.

Verlagsleitung: Uwe Cappel

Anzeigenleitung: Ralf Werner, Tel. (069) 97 08 33-43

Anzeigendisposition:

Anne Guckes, Tel. (069) 97 08 33-26,
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffener Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 50 vom 1.1.2008 gültig.

Zitierweise: KREDITWESEN

Erscheinungsweise: am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise incl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 394,32, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 202,32, 1/4-jährlich € 103,38. Ausland: jährlich € 408,96. Preis des Einzelheftes € 17,90 (zuzügl. Versandkosten).

Bestandteil des Abonnements ist eine 4-mal jährlich erscheinende Ergänzungsausgabe (Supplement) „Technik – IT für Finanzdienstleister“.

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 618,48, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 322,44, 1/4-jährlich € 169,32. Ausland: jährlich € 634,80.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindung: Landesbank Hessen-Thüringen – Girozentrale – 10 555 001 (BLZ 500 500 00), Frankfurt am Main.

Druck: Druckerei Hassmüller Graphische Betriebe GmbH & Co. KG, Königsberger Str. 4, 60487 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019



War die letzte Mehrwertsteuererhöhung inflationstreibend?

Die letzte Mehrwertsteuererhöhung hat wie ein starker exogener Preisschock gewirkt. Sie hat nicht nur in Deutschland die Preise nach oben getrieben, sondern auch im gesamten Euroraum aufgrund des großen wirtschaftlichen Gewichtes der Bundesrepublik spürbare Effekte erzeugt.

„Eine Notenbank sollte nicht noch zur Verstärkung der Unsicherheit beitragen.“

Entscheidend ist, dass sich aus der einmaligen Preiserhöhung nicht über Lohnerhöhungen, sogenannte Zweitrundeneffekte, ein Inflationsprozess entwickelt. Dies gilt auch für die durch die höheren Energiepreise ausgelösten Preissteigerungen. Gerade deshalb ist es so wichtig, dass die Notenbank die Inflationserwartungen auf Stabilitätsniveau verankert.

Wie lange kann sich die EZB politischen Forderungen, wie sie beispielsweise gelegentlich aus Frankreich kommen, noch widersetzen?

Eine Notenbank, die ihren Auftrag ernst nimmt, darf den Status der Unabhängigkeit nie in Frage stellen lassen. Im Wechselspiel mit der Politik ist es auch für diese am Ende wichtig, wenn sie sich auf eine solche Haltung der Notenbank einstellen kann. Das schließt Missverständnisse von vornherein aus. Allerdings bedarf es auf Seiten der Politik offensichtlich eines Lernprozesses.

Empfanden Sie die Unterstützung aus Brüssel für die EZB stets als gut?

Es gab keinen Grund, sich darüber zu beklagen.

Es erweckt den Eindruck, dass heute geldpolitische Entscheidungen früher und intensiver „vorbereitet“ werden, als zu Ihrer Zeit. Darf man Märkte nicht mehr überraschen?

In einer sich verändernden Welt muss sich auch die Kommunikationspolitik der No-

tenbank an neue Notwendigkeiten anpassen. Das ist ein steter Prozess. Die Kommunikation muss aber immer in sich konsistent und mit dem geldpolitischen Auftrag kompatibel bleiben. Eine große Veränderung zu den vergangenen Jahren sehe ich aber nicht.

In früheren Zeiten der Bundesbank gab es mitunter die Einstellung, die Märkte auch mal überraschen zu müssen. Diese Ansicht

habe ich nie geteilt.

Die Welt ist unsicher genug. Eine Notenbank sollte nicht noch zur Verstärkung der Unsicherheit beitragen.

Würde eine Notenbank die Märkte gezielt überraschen, wäre der damit verbundene Vertrauensverlust nur schwer wieder zu korrigieren.

Das heißt im Umkehrschluss aber nicht, dass die geldpolitischen Entscheidungen über einen langen Zeitraum im Voraus angekündigt werden. Dies ist nicht möglich.

Die Kommunikation muss die strategische Ausrichtung der Notenbank glaubhaft vermitteln. In der Verbindung mit Informationen über die aktuelle Lage können dann die Marktteilnehmer die geldpolitischen Entscheidungen im Prinzip recht gut antizipieren.

Wie eng ist eigentlich der Austausch von Notenbankern untereinander? Gibt es hierbei auch noch Überraschungen?

Die Kontakte sind sehr intensiv. Die führenden Notenbanken der Welt wissen über ihr Vorgehen recht gut Bescheid. Überraschungen sind also nahezu ausgeschlossen.

Wie lange dauert es, bis eine Geldpolitik als Erfolg gewertet werden kann?

Die Geldpolitik der EZB konnte man bereits nach einem Jahr, als der Start gelungen war, als Erfolg bezeichnen. Über einen längeren Zeitraum ist der Erfolg einer Notenbank am Grad der Preisstabilität zu messen und daran, wie gut die Inflationserwartungen auf dem Niveau verankert sind, das dem Stabilitätsziel der Notenbank entspricht.