

Zentralbanken nach der Krise: Aufgaben, Strategien, Instrumente – Zusammenfassung der 38. Volkswirtschaftlichen Tagung

Ernest Gnan,
Sylvia Kaufmann¹

Zentralbanken haben bei der Bekämpfung der Finanz- und Wirtschaftskrise während der letzten drei Jahre weltweit eine Schlüsselrolle eingenommen. Die Krise hat das Verständnis über die Bedeutung und die Aufgaben von Zentralbanken, aber auch über ihre Strategien und Instrumente deutlich und dauerhaft verändert. Die 38. Volkswirtschaftliche Tagung der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) am 31. Mai und 1. Juni 2010 zum Thema „Zentralbanken nach der Krise: Aufgaben, Strategien, Instrumente“ brachte hochkarätige nationale und internationale Experten und Praktiker aus Politik, Wirtschaft und Finanzwesen sowie der Wissenschaft zusammen, um erste Lehren aus der Krise für die Zentralbankpolitik der Zukunft zu ziehen.

Tagung versammelte Spitzen der österreichischen Wirtschaftspolitik

OeNB-Gouverneur Ewald Nowotny betonte in seinem Eröffnungsvortrag die große Verantwortung und Herausforderung der Zentralbanken, sowohl für eine nachhaltige Geldpolitik als auch für die Stabilität des Finanzsystems sorgen zu müssen. Im Rahmen der nun auf europäischer und internationaler Ebene entstehenden neuen Regulierungsarchitektur werden die Notenbanken eine entscheidende Rolle einnehmen. Für die Zentralbanken steht dabei ihre Reputation und damit die Grundlage ihrer Unabhängigkeit auf dem Spiel. Die Notenbankunabhängigkeit sei Teil des Erfolgsrezepts des Eurosystems für die Preisstabilität der letzten elf Jahre. Auch bei der Bewahrung der Finanzstabilität, insbesondere im Rahmen der Regulierung auf Systemebene, sei die Notenbankunabhängigkeit unverzichtbar. Zur Debatte über die Intervention des Eurosystems auf dem Markt für Staatsanleihen betonte Nowotny, dass das Eurosystem als Teil seiner Aufgaben dafür sorgt, dass vorübergehende

Volatilität und Spekulationswellen auf den Finanzmärkten die Anstrengungen der Euroraum-Länder zur Budgetkonsolidierung nicht gefährden. Es liege jedoch in der Verantwortung der Regierungen, die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherzustellen. Die klare wirtschaftspolitische Aufgabenteilung auf EU-Ebene sei beizubehalten: Das vorrangige Ziel des Eurosystems sei Preisstabilität. In dem gegenwärtigen, von Unsicherheit geprägten Umfeld sei die Festigung des Vertrauens in die langfristige Stabilität des Euro der beste Beitrag, den die EZB zur Förderung von wirtschaftlicher Stabilität und Wachstum sowie – in weiterer Folge – nachhaltig gesunden öffentlichen Finanzen leisten könne. Das Eurosystem bleibe auf Stabilitätskurs.

Bundeskanzler Werner Faymann erörterte die kommenden Herausforderungen nach der Krise. Die Krise habe uneingeschränkten Glauben in die Unfehlbarkeit sowohl des Marktes als auch des Staats beendet – eine kluge Balance zwischen Markt und Staat sei anzustreben, um drei Herausforderungen zu

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, Ernest.Gnan@oenb.at; Abteilung für volkswirtschaftliche Studien, Sylvia.Kaufmann@oenb.at

meistern: Finanzmarktregulierung, sozial faire Budgetkonsolidierung und eine neue Wachstums- und Beschäftigungsstrategie. Eine Neuregulierung der Finanzmärkte sei auch erforderlich, um die Akzeptanz der Bevölkerung für das Wirtschafts- und Finanzsystem zu erhalten. Seriöse Investoren bevorzugen regulierte Finanzmärkte. Im Speziellen forderte Faymann eine Banken- und Finanztransaktionssteuer, eine EU-Ratingagentur, stärkere Finanzmarktregulierungs- und Aufsichtsbehörden, strengere Wertpapierhandelsregeln und das Verbot von Spekulation, rechtliche Beschränkungen auf Managergehälter, strengere Kontrollen für Hedgefonds, verschärften Konsumentenschutz bei Finanzprodukten und ein Bankeninsolvenzrecht. Die notwendige Budgetkonsolidierung müsse sozial fair gestaltet werden, um die Kaufkraft zu erhalten. Die Erhaltung des Wohlfahrtsstaats sei gerade in der Krise wichtig. Dazu sei eine Wachstumsstrategie erforderlich, mit Schwerpunkt auf Forschung und Bildung, wobei der Klimaschutz eine besondere Chance biete, um Wettbewerbsvorteile durch Know-how-Vorsprung zu gewinnen. Eine klare Absage erteilte er Lohndumping, Sozialkürzungen und Steuervorteilen für große Unternehmen. Abschließend plädierte Faymann für ein koordiniertes europäisches Vorgehen bei der anstehenden Budgetkonsolidierung, um einen Rückfall in die Rezession zu verhindern.

Vizekanzler und Finanzminister Josef Pröll gab beim Kaminesgespräch seine Einschätzung zur aktuellen Wirtschafts- und Budgetpolitik. Die Krise sei vor allem auch eine Krise der Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik: Gesunde Staatsfinanzen seien der beste Schutz gegen Spekulation. Eine gemeinsame Währung benötige auch eine stärkere wirtschaftspolitische Koordi-

nierung. Die aktuellen Probleme in der EU seien vor allem auf nicht haltbare Staatsfinanzen zurückzuführen. Mangelnde Budgetdisziplin einiger EU-Mitgliedstaaten bringe negative Ansteckungseffekte auf andere Länder. Pröll forderte daher eine Stärkung des präventiven Arms des Stabilitätspakts (mehrjährige Budgetplanung, mehr Rechte und Durchgriffsmöglichkeiten für Eurostat) sowie seines korrigierenden Arms (Sanktionen sollten früher greifen und tatsächlich angewendet werden). Wenngleich Österreichs Budgetsituation weniger dramatisch sei als jene anderer Länder, sei eine entschlossene Konsolidierung unausweichlich. Das Bundesfinanzrahmengesetz bietet einen klaren Rahmen für den Konsolidierungspfad bis 2014. Der europäische Stabilisierungsmechanismus dürfe nur als letztes Mittel angewendet werden. Strikte Konditionalität und geeignete Finanzierungsbedingungen sollen eine möglichst rasche Rückkehr zu Marktfinanzierung sicherstellen. Neue Regeln für die Finanzmärkte müssen dem Zweck angemessen gestaltet werden, sonst bestehe die Gefahr einer durch übertriebene Regulierung ausgelösten Kreditverknappung. Eine Finanztransaktionssteuer mache nur international abgestimmt Sinn, sonst leide der Finanzplatz Österreich. Abschließend bekannte sich Pröll zu einer unabhängigen Zentralbank mit klar definierten Aufgaben.

Finanzkrisenmanagement und Zentralbankunabhängigkeit

Der erste Tagungsblock der Konferenz war der Frage gewidmet, wie die Rolle der Zentralbanken als Finanzkrisenmanager mit ihrer Unabhängigkeit von politischem Einfluss vereinbar ist bzw. wie mögliche Wechselwirkungen sein könnten.

Zunächst erläuterte *EZB-Präsident Jean-Claude Trichet* die Maßnahmen der EZB im Zusammenhang mit den jüngsten Finanzmarktanspannungen. Das Securities Markets Program (SMP) sei neben massiven Leitzinssatzsenkungen und dem Enhanced Credit Support die dritte Antwort des Eurosystems auf die Finanz- und Wirtschaftskrise. Ziel sei, die massiven Funktionsstörungen auf den Märkten für europäische Staatsanleihen, die auch auf andere Märkte übergreifen hatten, zu beseitigen und damit die Übertragung geldpolitischer Impulse wieder zu verbessern. Das SMP stelle keine „quantitative Lockerung“ dar, die angekauften Volumina würden unmittelbar durch liquiditätsabsorbierende Geschäfte sterilisiert, sodass die geldpolitische Ausrichtung unverändert bleibe. Das Eurosystem habe die Maßnahme in voller Unabhängigkeit auf der Grundlage des gesetzlichen Auftrags, Preisstabilität zu gewährleisten, beschlossen. Die Wertpapierkäufe erfolgen auf dem Sekundärmarkt mit dem ausschließlichen Ziel, die Marktfunktion wiederherzustellen. Das Verbot der direkten Staatsfinanzierung sei deshalb nicht verletzt. Außerdem seien die Marktinterventionen an die Bedingung geknüpft, dass die betroffenen Regierungen die versprochenen Budgetkonsolidierungen strikt erfüllen; somit stärken die Interventionen die Budgetdisziplin. Trichet schloss mit einem Plädoyer an die Regierungen des Euroraums, sich auf einen Quantensprung im Bereich der Effektivität der Überwachungsmechanismen zur Sicherung des Budgets zu einigen.

Die Wechselwirkungen zwischen Finanz- und Wirtschaftskrisen einerseits und der Zentralbankunabhängigkeit andererseits untersuchte der Wirtschaftshistoriker *Michael Bordo* (*Rutgers University*). Anhand der Beispiele der

Bank of England und des Federal Reserve System (Fed) zeigte Bordo, dass die Zentralbanken erst im Lauf der Geschichte – ausgelöst durch Finanzkrisen und ihre negativen Folgen – eine Lender-of-Last-Resort-Funktion übernahmen. Kriege führten immer wieder zu direkter Staatsfinanzierung und zum Verlust der Zentralbankunabhängigkeit. Grobe geldpolitische Fehler bewirkten eine Einschränkung der Zentralbankunabhängigkeit, die erst wieder mühsam wiedererlangt werden musste. Auch die durch den Glauben an die Phillips-Kurve geprägten 1960er- und 1970er-Jahre waren durch ein geringes Maß an Zentralbankunabhängigkeit charakterisiert. Die erfolgreiche Antiinflationspolitik der 1980er-Jahre sowie die Phase der „Great Moderation“ ab Mitte der 1980er-Jahre bis Mitte des Jahres 2010 festigten die Unabhängigkeit der Zentralbanken. Die jüngste Wirtschafts- und Finanzkrise stelle für die Zentralbankunabhängigkeit eine erhebliche Bedrohung dar, da die Fed und andere Zentralbanken zahlreiche Regierungs- bzw. fiskalpolitische Aufgaben übernommen hätten (Kreditpolitik, Rettung von Nichtbank-Finanzinstituten, quantitative Lockerung) und im Rahmen des Krisenmanagements viel enger mit den Regierungen zusammenarbeiten (müssen). Die Aufblähung der Zentralbankbilanzen mit zum Teil deutlich risikoreicheren Positionen gefährde die finanzielle Unabhängigkeit der Zentralbanken. Die Glaubwürdigkeit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik sei dadurch in Gefahr.

Im anschließenden Panel gingen unter dem Vorsitz von *Ernest Gnan* (*OeNB*), *Martin Čihák* (*IWF*) und *Petra Geraats* (*University of Cambridge*) der Frage nach, ob die Zielsetzungen der Geldwert- und Finanzmarktstabilität einander ergänzen oder auch in Widerspruch geraten können.

Petra Geraats erinnerte zunächst daran, dass zwar einerseits Finanzmarktstabilität für eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik notwendig ist (funktionierender Transmissionsmechanismus), dass aber andererseits Preisstabilität nicht automatisch Finanzmarktstabilität gewährleistet. Neuere wissenschaftliche Arbeiten haben sogar argumentiert, dass die hohe makroökonomische Stabilität der letzten zwei Jahrzehnte zu höherer Risikoneigung der Finanzakteure und zu finanziellen Ungleichgewichten beigetragen hat. Um sowohl Preis- als auch Finanzmarktstabilität verfolgen zu können, benötigt die Zentralbank – je nach Art des wirtschaftlichen Schocks – in vielen Fällen mindestens zwei Instrumente. Der Zinspolitik stehen dann beispielsweise die Liquiditätspolitik, antizyklische Eigenkapitalerfordernisse oder Beschränkungen des Leverage zur Seite. Gleichzeitig hat die mögliche Trennung zwischen Geld- und makroprudenzieller Politik auch Grenzen, da sowohl Ursachen als auch Instrumente beiden zum Teil gemeinsam sind. Beispielhaft führte *Geraats* die jeweils weitgehend parallele Entwicklung der Geldmenge und der HVPI-Inflation sowie zwischen Kreditwachstum und Aktienkursen im Euroraum über die letzten zwei bis drei Jahrzehnte ins Treffen. Indem die beiden Zielsetzungen bei der Zentralbank angesiedelt werden und diese mit ausreichend vielen Instrumenten ausgestattet ist, um diese Ziele auch systematisch verfolgen zu können, lassen sich Informationssynergien nutzen, die der Erreichung beider Zielsetzungen dienen.

Vor der Krise, so die Argumentation von *Martin Čihák*, dominierte die Sicht, dass Zentralbanken mit nur einem Instrument (Leitzinssatz) nur ein Ziel (Preisstabilität) verfolgen können. Inflation Targeting war Ausdruck

dieser Sicht. Aufgaben im Bereich der Finanzmarktstabilität wurden tendenziell als Quelle von Konflikten für die Geldpolitik sowie als Gefahr für die Zentralbankglaubwürdigkeit und -unabhängigkeit angesehen bzw. scheute man sich oft vor einer übergroßen Machtkonzentration bei der Zentralbank. Nur wenige Zentralbanken hatten Finanzmarktstabilität als expliziten gesetzlichen Auftrag, in den meisten Fällen wurde allerdings immerhin eine gewisse Zuständigkeit indirekt über andere Aufgaben abgeleitet. Die Krise hat zahlreiche Fragen zur Strategie des (engen) (VPI-)Inflation Targeting aufgeworfen: Wurden dadurch Kredit- und Vermögenspreisentwicklungen vernachlässigt? Wurden Synergien mit Finanzmarktstabilitätsaufgaben und ein Augenmerk auf systemische Risiken dadurch vernachlässigt? *Čihák* führte in der Folge eine Reihe von Argumenten ins Treffen, warum Preis- und Finanzmarktstabilitätsmandate in der Praxis durchaus miteinander vereinbar sein sollten: Erstens ist die Kreditentwicklung ohnehin auch für die Geldpolitik relevant – Aufsichtsaktivitäten verbessern auch die Informationsbasis für die Geldpolitik. Zweitens hätten die Zentralbanken bereits jetzt durch ihre Lender of Last Resort und Krisenmanagerfunktion erhebliche Reputationsrisiken; Zentralbanken seien eben gerade deshalb gut geeignet Finanzmarktstabilität zu überwachen, weil sie ein großes Interesse an der Erhaltung ihrer Reputation haben. Was drittens die Zentralbankunabhängigkeit betrifft, seien Zentralbanken immer schon mit Finanzmarktstabilität befasst gewesen, eine formale Zuständigkeit biete die Möglichkeit klarer definierter Rechenschaftspflicht (die allerdings durch die kaum mögliche quantitative Definition von Finanzmarktstabilität eingeschränkt wird).

Viertens stehe dem Nachteil von Machtkonzentration bei der Zentralbank der Vorteil einer dadurch automatisch gegebenen Koordination zwischen Geld- und Finanzmarktstabilitätspolitik gegenüber. Die in den letzten 15 Jahren von nahezu 60 Zentralbanken weltweit eingeführten Finanzmarktstabilitätsberichte bewertete Čihák als grundsätzlich nützlich, ihre Umsetzung in konkrete Handlungen sei jedoch verbesserungsfähig. Auch haben sie Krisen nicht in allen Fällen antizipiert. Abschließend präsentierte Čihák empirische Ergebnisse, die zeigen, dass höhere Zentralbankunabhängigkeit mit höherer Qualität der Aufsicht und der Finanzmarktstabilitätsberichte sowie mit geringerer Finanzkrisenwahrscheinlichkeit einhergeht. Zusammenfassend ergebe sich, dass eine verstärkte Rolle von Zentralbanken im Bereich der Finanzmarktstabilität Synergien nutze und damit die Aufsichtsqualität verbessere, dass sie aber um geeignete Maßnahmen zur Sicherstellung von Transparenz und Rechenschaft ergänzt werden müsse. Geklärt werden müsse weiters, wer Kosten, die im Zuge der Lösung von Finanzkrisen anfallen, letztlich trägt. Last but not least stellen die neuen Aufgaben auch erhöhte Anforderungen an die Führung und die Ressourcenausstattung von Zentralbanken.

Finanzkrisen, geldpolitische Strategien und Instrumente

OeNB-Vizegouverneur Wolfgang Duchatczek leitete die zweite Sitzung, in der *Stefan Gerlach (Universität Frankfurt)* zunächst Überlegungen zur Frage präsentierte, ob und wie sich die Arbeit der Zentralbanken nach der Krise ändern würde. Vor der Krise führten Verbesserungen im geldpolitischen Prozess, ein klarer Fokus auf Preisstabilität, erhöhte Transparenz und professionalisierte

Entscheidungsprozeduren und Prognosetechniken zur (eventuell trügerischen) Vorstellung, dass die Geldpolitik einen maßgeblichen Anteil an der guten makroökonomischen Performance während der „Great Moderation“ hatte. Lange Zeit wurde allerdings übersehen, dass eine stabilere ökonomische Entwicklung und sinkende Risikoprämien den Nährboden für die Bereitschaft der Finanzmarktakteure bildeten, höhere Risiken einzugehen. Soll vor diesem Hintergrund die geldpolitische Strategie und das Instrumentarium angepasst werden? Dem von Blanchard vorgebrachten Vorschlag eines höheren Inflationsziels stand Gerlach vor allem wegen des daraus resultierenden Glaubwürdigkeitsverlusts skeptisch gegenüber. Eine Verbesserung in der Festlegung des geldpolitischen Kurses erwartete Gerlach von der Einbeziehung und der Prognose von Finanzmarktaktivitäten in den geldpolitischen Evaluierungsprozess. Wenig versprechend hielt er eine Ausweitung der geldpolitischen Ziele auf Kredit- und Aktienpreisstabilisierung, sei dies im Niveau oder in der Volatilität, jedenfalls über das Ausmaß hinaus, das durch deren (direkten oder indirekten) Effekt auf die Inflationsrate gegeben ist, da die realwirtschaftlichen Kosten des Dämpfens von Blasen mittels der Zinspolitik sehr hoch seien. Stattdessen sollen die künftigen makroprudenziellen Regulierungssysteme das Entstehen finanzieller Ungleichgewichte, wenn nicht verhindern, so doch möglichst eindämmen. Regulierungselemente wie Kapitaldeckungs- und Verschuldungsgrenzen sollten auf alle großen Finanzinstitute, deren Geschäftsfeld maßgeblich auf Fristentransformation basiert, angewandt werden. Die Regelungen müssen transparent sein, um Effizienz zu erreichen und in Koordination mit der geldpolitischen

Behörde durchgesetzt werden (Macropudential Policy Committee in Analogie zu Monetary Policy Committee). Insgesamt werde die Geldpolitik nach der Krise in einem schwierigeren Umfeld agieren als davor. Trotz der vertraglich festgelegten Unabhängigkeit werde die geldpolitische Implementierung einem erhöhten fiskalpolitischen Druck ausgesetzt sein. Angesichts der stark gestiegenen Verschuldungsquoten werde die durch Zinserhöhungen entstehende Schuldendynamik nicht zu unterschätzen sein und politischen Druck generieren.

Wie viel Risiko kann/darf eine Zentralbank übernehmen?

Im anschließenden Panel diskutierten *Anne C. Sibert* (*Birkbeck College, University of London*) und *Wolfgang Münchau* (*Financial Times*), inwieweit die außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen auch für die Bilanz und die Ertragsentwicklung der Zentralbanken erhöhte Risiken darstellen können.

Anne C. Sibert thematisierte dabei die Legitimität der implementierten unkonventionellen Krisenmaßnahmen der EZB. Insbesondere kritisierte sie die, sofern überhaupt vorhandene, intransparente Kommunikation über Aufkaufprozedur, Risiko- und Spätfolgenbewertung von risikobehafteten Papieren wie Mortgage Backed Securities und griechischen Staatsanleihen. Ein Legitimationsspannungsfeld sieht *Sibert* in der Tatsache, dass, während die Verantwortlichkeit für Preisstabilität im EU-Vertrag klar definiert ist, die Verantwortlichkeit für Finanzmarktstabilität unklar ist. Die Legitimierung kann aufgrund des eindeutigen Erfolgs (Legitimität durch Kompetenz) der unkonventionellen Maßnahmen in der kurzfristigen Finanzmarktstabilisierung während der Krise begründet werden. Allerdings ersetzt dies noch

nicht das Legitimierungsdefizit aufgrund derzeit fehlender Rechenschaftspflicht. Eine erhöhte Transparenz und eine bessere Überprüfung der Leistung des EZB-Rats als Ganzes und seiner Mitglieder könnte durch die Veröffentlichung des Protokolls und der Abstimmungsergebnisse der Ratssitzungen erreicht werden.

Die Ausführungen von *Wolfgang Münchau* betrafen vor allem den fiskalpolitischen Umgang mit der griechischen Überschuldung bzw. dessen Beurteilung durch Finanzmarktakteure. Der zur Stabilisierung der Schuldenquoten notwendige Primärüberschuss sei so hoch, dass eine Schuldenrestrukturierung bzw. -reduzierung, wenngleich zeitlich nunmehr etwas verzögert, kaum zu vermeiden seien. Höchst problematisch sei, dass noch ungeklärt ist, welche Wirkungen ein griechischer Staatsbankrott auf die EZB-Bilanzpositionen in griechischen Staatsanleihen hätte. Auch wenn deren sterilisierter Aufkauf nicht als Defizitmonetisierung zu interpretieren ist, so habe diese Maßnahme die Glaubwürdigkeit der EZB in Frage gestellt. Auf der (fiskal-)politischen Ebene sieht *Münchau* die jüngsten Maßnahmen in Konflikt zum Maastricht-Vertrag und möglicherweise zur deutschen Verfassung. Die No-Bailout-Klausel im Maastricht-Vertrag wurde umgangen. Bei einem Bankrott Griechenlands würde dies nochmals die Staatsschulden der anderen Mitgliedstaaten dramatisch ansteigen lassen. Eine Restrukturierung der griechischen Staatsschuld in Kombination mit einem Schutzschild für Spanien und Portugal wäre ein klares Signal an die Finanzmärkte über den politischen Willen zur Wiederherstellung langfristiger Stabilität gewesen. Von einem neuen Stabilitäts- und Wachstumspakt mit – wie bisher – nicht bindenden Regeln sei eine Lösung der

strukturellen Probleme nicht zu erwarten.

In einer kurzen Replik zweifelte *Gerlach*, ob das Legitimierungsdefizit sehr groß sei. In Bezug auf die Rechenschaftspflicht müsse auch evaluiert werden, wer die Adressaten der Rechenschaft sein sollten. Das Europäische Parlament sei womöglich nicht der angebrachte oder einzige Adressat der Rechenschaft über unkonventionelle Maßnahmen. Mehr Transparenz hinsichtlich der Ratssitzungen würde seiner Meinung nach die offene Diskussionsbereitschaft der Mitglieder mindern. Eine Rechenschaftspflicht im Nachhinein über die Bilanzpositionsentwicklung sieht auch er als notwendig. Abschließend schätzte er, dass die europäischen finanzpolitischen Probleme über die nächsten drei Jahre hinaus bestehen bleiben und eine Schuldenrestrukturierung Griechenlands in Abschreibungen von EZB-Bilanzpositionen sichtbar würde.

Zentralbankaktivität, Finanzmarktstabilität und Regulierung

Der zweite Tag stand ganz im Zeichen neuer finanzmarktpolitischer Fragen, die durch die Krise aufgeworfen wurden. Zunächst erläuterten *Giovanni Carosio* (*Banca d'Italia*) und *Elena Carletti* (*European University Institute, Florenz*) unter dem Vorsitz von OeNB-Direktor *Andreas Ittner* Herausforderungen, die sich bei der Umsetzung der neu eingerichteten europäischen Makrofinanzmarktaufsicht stellen.

Giovanni Carosio behandelte die Herausforderungen, denen sich die Zentralbanken derzeit bei der Aufsicht über die Finanzmarktstabilität gegenübersehen. Die Krise hat deutlich gezeigt, dass in der Neuausrichtung der Finanzmarktstabilitätsaufsicht der Fokus verstärkt von der mikro- auf die makroprudenzielle Ebene und auf das syste-

mische Risiko zu verlagern ist. Um den durch die Krise offen gelegten, erhöhten europäischen Finanzmarktinterdependenzen Rechnung zu tragen, wurde das European Systemic Risk Board (ESRB) geschaffen, ein Gremium, in dem systematisch Informationen über aufsichtsrelevante Entwicklungen ausgetauscht und beurteilt werden. Die Zusammensetzung des ESRB werde die Koordination zwischen geldpolitischer Behörde, die das Instrumentarium zur Erkennung und Beurteilung von systemischem Risiko besitzt, und Aufsichtsbehörde, die über das Instrumentarium zur Maßnahmendurchsetzung verfügt, definieren. Das ESRB werde gegenüber dem Europäischen Parlament rechenschaftspflichtig sein. Grundlage für die Arbeit des ESRB werde ein Regelsystem bilden, das (ex ante) festlegt, wie Krisen zukünftig einzudämmen und, falls unvermeidbar, abzuwickeln sind. Durch frühzeitige Signale sollen länderspezifische Systemrisiken lokalisiert und eingedämmt werden. Während systemisches Risiko recht klar definiert ist, ist dessen Operationalisierung dennoch schwierig. Eine Vielzahl von Faktoren, wie die Prozyklizität des Finanzmarktes, systemische Korrelation und Konzentrationsrisiken charakterisieren systemisches Risiko, während Variablen wie Hypothekenkredite, die vor der Krise als unproblematisch beurteilt wurden, jüngst Auslöser der systemischen Risikowelle waren. Da Innovation und Globalisierung die Finanzmarktentwicklung charakterisieren, ist ein Aufsichtsregelsystem zu bevorzugen, das Finanzmarktinnovationen und -expansionen flexibel handhaben kann und mit dem jeweils situativ einer Krise gegengesteuert werden kann.

Elena Carletti sprach einige Aspekte der Krise an, die öfters vernachlässigt würden. Demnach lägen unter anderem die über eine zu lange Zeit lockere

Geldpolitik, globale Finanzungleichgewichte und eine Hauspreisblase an der Wurzel der Finanzmarktkrise, die schlechte Anreizstruktur im Hypothekenverbriefungsmarkt sei lediglich das Symptom gewesen. Allerdings hätte eine restriktivere Geldpolitik die Krise womöglich nicht verhindert. Die Risiken seien erst spät erkannt worden, da die Aufsicht dem systemischen Risiko zu wenig Beachtung beimaß. Das auslösende Moment der Krise sei zudem durch die extrem angestiegene Kurzfristfinanzierung und die Marktwertbewertungspraxis verstärkt worden. Um die Ausfallsicherheit des Finanzsystems in Zukunft zu erhöhen, sei ein systemischer, makroprudenzieller Ansatz der Aufsicht notwendig. Globale Ungleichgewichte, bei denen das auf individueller Ebene als optimal angesehene Kreditangebot negative externe Effekte auf globaler Ebene verursacht, könnten in Zukunft etwa durch eine Reform des IWF, durch Reserveswaps und die Anerkennung neuer Reservewährungen eingedämmt werden. Die Neuausrichtung der Finanzmarktregulierung sollte die Interdependenzen im Bankensystem, Preis- und Risikokorrelationen mitberücksichtigen. Letztendlich habe die Krise auch gezeigt, dass die Zentralbank in ihrer Funktion als Reserveliquiditätsanbieter nicht automatisch die Effizienz der Liquiditätsverteilung herstellt. Zudem seien die von der Zentralbank als systemrelevant erkannten Institute (too big to fail) nicht automatisch von einer Liquidierung auszuschließen (not too big to liquidate), die durch Managementwechsel, Pensionsguthabenauslagerung und geordnete Abwicklung ausgeführt werden kann. Carletti plädierte abschließend für eine Koordinierung von Regulierungs- und Wettbewerbspolitik im Finanzmarktsystem. Es sei beobachtbar, dass die Eigenkapitalhaltung

der Finanzinstitute, die durch die steuerliche Benachteiligung gegenüber Fremdfinanzierung grundsätzlich minimiert wird, mit der jeweiligen Wettbewerbssituation auf dem Kreditmarkt korreliere. Eine Koordination könne zudem die Größe der Finanzinstitute im Zaum halten.

Wie sollen wir mit großen Finanzinstituten während der Krise umgehen?

Abschließend widmeten sich unter dem Vorsitz von *Peter Mooslechner (OeNB)* *Urs Birchler (Universität Zürich)* sowie *Alessandro Profumo (UniCredit Group)* der Frage, wie mit sehr großen Finanzinstituten in einer Krise bestmöglich zu verfahren ist.

Urs Birchler wies zunächst auf das sich im historischen Ablauf verändernde Verhältnis zwischen Banken- und Staatssektor. Während bis 1900 der Bankensektor als Staatsfinanzierer und -sanierer fungierte, hätte seitdem der Staat in Letztinstanz die – falls nicht mehr abzuwendende – Sanierung insolventer, als systemrelevant eingestufte Bankinstitute übernommen. Ein historischer Vergleich illustriert die Verschiebung der Risikoverteilung zugunsten der Staaten. 1895 refinanzierte JP Morgan die ausstehende Staatsschuld von 65 Mio USD, die dem zehnfachen der Bankbilanz oder 0,4% des BIP entsprachen. Im Jahr 2008 beschloss der Schweizer Staat, die Großbank UBS mit 60 Mrd CHF, was 4% der Bankbilanz oder 13% des BIP entsprach, zu refinanzieren. *Birchler* betrachtet die zur Eindämmung der Effekte der Finanzkrise implementierten staatlichen Refinanzierungen und Garantieleistungen für Großinstitute als richtig. Die volkswirtschaftlichen Kosten einer Staatsenthaltung hätten kurzfristig jene eines Staatseingriffs weit übertroffen. Allerdings wäre nicht

berücksichtigt worden, dass der erste Staatseingriff auch weitere impliziere. Großinstitute seien in der Folge der Rettungspakete nicht kleiner geworden, was deren Systemrelevanz in künftigen Krisensituationen vergrößere, künftige staatliche Unterstützungsmaßnahmen mit Sicherheit impliziere und die Risikofreudigkeit der Großinstitute nicht eindämmen werde. Ein Abbrechen der Spirale sei nur durch die Sprengung der Staatsfinanzen gegeben. Die Wurzel des Problems liege in der Größe der Institute und deren (auf Institutionsebene rationaler) Risikobereitschaft. Letztendlich seien Großinstitute an einem möglichst hohen Kollateralschaden bei Staatsenthaltung interessiert. Werde das Problem „zu groß, um in den Konkurs zu schicken (too big to fail)“ gelöst, sei das Aufsichtsproblem bewältigt. Als geeignete Maßnahmen, die die Kosten reduzieren, die bei einer unvermeidlichen staatlichen Unterstützung anfallen, erachtet Birchler die Beschränkung der Größe durch Geschäftsfeld- oder Institutsaufteilungen oder institutsspezifisch aufgesetzte Liquidationsregeln. Die derzeitigen Regulierungsmaßnahmen, die Bankinsolvenzen verhindern sollen, sollten neben den bestehenden Kapitaldeckungsvorschriften um Liquiditätsvorschriften und um explizite Eingriffsmöglichkeiten ergänzt werden. Bei unvermeidbarer Insolvenz seien bedingte Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles – CoCo-Bonds) ein geeignetes Finanzierungsinstrument, um die Solvenz eines Instituts wiederherzustellen und die Beteiligung mit Steuergeldern (bei Staatspartizipation) zu minimieren. Der (eventuell höhere) Ausgabepreis setze das Institut auch der regulativen Marktdisziplin aus. Lloyds TSB und Rabobank seien Beispiele für die erfolgreiche Platzierung der neuen Wandelanleihen.

Die während der Finanzkrise aufgekommene Kritik an Großinstituten interpretierte *Alessandro Profumo* als Versagen der Großinstitute, selbst deren Existenzberechtigung zu erklären und zu begründen. Die positiven Skaleneffekte, die Wertschöpfungsleistung für Investoren und Einleger sowie die positiven Effekte auf die Risikoverteilung seien nicht in ausreichendem Ausmaß diskutiert worden. Er wies darauf hin, dass die Bedeutung vom Umgang mit Großinstituten sich je nach Geschäftsmodell unterscheide. Im Gegensatz zur UBS, einer Investmentbank, hätte die UniCredit das Profil einer Privatgeschäftsbank. Profumo plädiert dafür, dass, genauso wie Europa als gemeinsamer Wirtschaftsraum interpretiert werde, Europa auch als gemeinsamer Regulations- und Aufsichtsmarkt zu gestalten sei. Er wies auf die Gefahr hin, dass die länderspezifische Größenbeschränkung von Banken sich negativ auf das Bankdienstleistungsgeschäft und letztendlich negativ auf das Kreditangebot in anderen Ländern auswirken kann. Als Beispiel nennt er die Investitionsleistungen großer österreichischer Banken in Osteuropa, die durch ihre Expansion bei Einführung eines Größenkriteriums als für Österreich zu groß eingestuft werden könnten. Er gibt auch zu bedenken, dass die künftige Budgetkonsolidierung der Staaten auf Wachstum, auch durch den Wachstumsbeitrag der Finanzbranche, gründe. Von den zwei (Extrem-)Vorschlägen zur Krisenprävention und -abwicklung bevorzugt Alessandro Profumo den Ansatz einer europaweiten Regulierung und Aufsichtskoordination gegenüber der Vollfinanzierung eines Krisenstabilisierungsfonds durch das Bankensystem selbst. Er erwartet von einer stärkeren und aktiveren europäischen Aufsicht eine Eindämmung des Moral-Hazard-Problems, das ein

kritisches Element in jeglicher Finanzmarktaktivität darstellt. Die Regulierung sollte präventiv Liquiditätskrisen verhindern und, falls unvermeidbar, eine geregelte Abwicklung mit adäquater Lastenaufteilung zwischen Beteiligten und Gläubigern (v. a. institutionellen Gläubigern) im Insolvenzfall vorsehen. Einem durch das Finanzsystem selbst vollfinanzierten Stabilisierungsfonds steht Alessandro Profumo kritisch gegenüber, da die Höhe des Fondskapitals, das von den finanzmarktspezifischen und makroökonomischen Kosten einer systemischen Krise abhängt, nur sehr schwer abschätzbar sei. Zudem würde eine Hilfestellung nur für solvente Institute vorgesehen, die mit direkten Eingriffen, wie Managementaustausch, verbunden wäre. Das Problem des Umgangs mit insolventen Instituten würde dann wieder vom Staat zu lösen sein. Zur aktuellen Fokussierung in der Regulierung auf Eigenkapitalquoten gab Profumo letztlich zu bedenken, dass die Eigenkapitalkosten – derzeit in Höhe von 9,5 % bis 12 % – jederzeit vollständig zu decken seien, wenn das Bankensystem weiterhin in Privatbesitz bleiben sollte. Zu hoch angesetzte Quoten könnten Privatinvestoren und -gläubiger dazu bewegen, ihr Engagement zurückzuziehen und dadurch staatliche Finanzierungsaktivitäten drängender werden zu lassen. In seiner Interpretation sei letztlich die Finanzkrise nicht durch eine Eigenkapitalunterdeckung, sondern durch Misswirtschaft in der

Bilanzstruktur (Aktiva relativ zu Passiva) entstanden. Längerfristige Stabilität sei durch ein rasches Wiederherstellen des Vertrauens in das Europa-Projekt zu erreichen.

Klaus-Liebscher-Preis-Verleihung

Der zum sechsten Mal verliehene Klaus-Liebscher-Preis ging an *Zeno Enders (Universität Bonn)*, *Philipp Jung (Universität Mannheim)* und *Gernot Müller (Universität Bonn)*. *OeNB-Vizepräsident Max Kothbauer* und *OeNB-Gouverneur Nowotny* würdigten die Arbeit „Has the Euro Changed the Business Cycle?“, in der untersucht wird, inwiefern sich der europäische Konjunkturzyklus durch die Währungsunion verändert hat. Die Autoren analysieren den Konjunkturzyklus aus der Perspektive der Volatilität fundamentaler makroökonomischer Variablen und deren Korrelation zwischen den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets. Ihr Modell kann die im Zuge der Implementierung der Währungsunion gesunkene Volatilität der realen Wechselkursvolatilität und die gleichgebliebene Korrelation zwischen makroökonomischen Fundamentaldaten gut einfangen und reproduzieren. Die Analyse zeigt zudem, dass die Einführung des Euro zu bedeutenden Änderungen im europäischen Konjunkturzyklus geführt hat. Während die Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Ländern des Euroraums zugenommen haben, schwächt sich die Auswirkung von internen Schocks relativ zu externen Schocks ab.