

Hans Tietmeyer

Währungs- und
Finanzmarktstabilität als
Aufgabe – Rückblick und
Perspektiven

Heft 85

März 2009

Währungs- und Finanzmarktstabilität als Aufgabe – Rückblick und Perspektiven

Von

Hans Tietmeyer

Siebte Christian-Thomasius-Vorlesung
zum Internationalen Wirtschaftsrecht
am
11. Dezember 2008

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
mit finanzieller Unterstützung durch
Arnecke Siebold

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hans Tietmeyer studierte Wirtschafts- und Sozialwissenschaften an der Universität Köln. Nach Promotion und Tätigkeiten in verschiedenen Positionen, u.a. im Bundesministerium für Wirtschaft und als Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen, wurde er am 1. Oktober 1993 zum Präsidenten der Deutschen Bundesbank ernannt. Neben dem Großen Verdienstkreuz der Bundesrepublik Deutschland hat er mehrmals die Ehrendoktorwürde erhalten und ist zudem Honorarprofessor an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Christian Tietje/Gerhard Kraft (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 85

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368 (print)

ISSN 1868-1778 (elektr.)

ISBN 978-3-86829-119-3

Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

www.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/publikationen.html

www.jura.uni-halle.de/telc/publikationen.html

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle (Saale)
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180
Fax: 0345-55-27201
E-Mail: ecohal@jura.uni-halle.de

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung	5
B. Währungs- und Finanzmarktstabilität als Aufgabe	5
C. Vorrang des Ziels der Preisstabilität	7
D. Langer Weg zur Währungsunion in Europa.....	8
E. Bedeutung der Gemeinschaftswährung als Stabilisator im Finanzsystem	10
F. Zu bewältigende Herausforderungen.....	11
G. Auslöser und Konsequenzen der aktuellen Finanz- und Bankenkrise	12
I. Internationalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte.....	13
II. Veränderungen der Bankenaktivitäten und Entwicklung der Bonus-Systeme	13
III. Fehler in der makroökonomischen Politik	14
1. Expansive Geldpolitik	14
2. Wechselkurspolitik.....	14
IV. Divergierende Aufsichtsregeln und Praktiken.....	14
V. Entwicklung der bilanziellen Rechnungslegung	15
H. Wege aus der Krise.....	15
I. Perspektiven.....	17

A. Einleitung

Für mich ist es eine große Ehre und Freude zugleich, hier die Christian-Thomasius-Vorlesung 2008 halten zu können. Als Honorarprofessor der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät ist mir die Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg zwar nicht fremd; aber als Nichtjurist hier eingeladen zu sein, ist etwas Besonderes, auch wenn ich schon 1998 hier zur Eröffnung des Studienganges Wirtschaftsrecht sprechen durfte.

Offensichtlich hat sich dieser Studiengang ja auch so gut entwickelt, dass Sie jetzt zusammen mit der Universität Jena die Errichtung eines neuen Graduiertenkollegs zum Thema „Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte – Stabilität und Wandel“ erfolgreich realisiert haben. Für dieses Projekt, dessen Aktualität im letzten Jahr besonders deutlich geworden ist, wünsche ich Ihnen viel Erfolg. Die Liste der Themen für die kollegspezifischen Veranstaltungen habe ich jedenfalls mit großem Interesse gelesen.

B. Währungs- und Finanzmarktstabilität als Aufgabe

„Währungs- und Finanzmarktstabilität als Aufgabe“, das ist in der Tat sowohl ein grundsätzliches als auch ein derzeit besonders aktuelles Thema. Denn die Erhaltung der Stabilität der Währung und auch der Stabilität der Finanzmärkte ist zweifellos eine entscheidende Voraussetzung für das Funktionieren der Wirtschaft und für das faire Miteinander in der Gesellschaft und zwischen den Nationen und Regionen.

Nach den Währungszusammenbrüchen vor und nach dem Zweiten Weltkrieg stand seit den fünfziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts in der westlichen Welt zumeist insbesondere die Währungsstabilität im Mittelpunkt der Bemühungen und Kontroversen. Gerade auch in der Bundesrepublik spielte nach den Erfahrungen mit den zwei Hyperinflationen und den Währungskollapsen 1923 und 1948 die Erhaltung der Stabilität der neuen Währung D-Mark eine zentrale Rolle. Zwar wurde über das Ausmaß und das Wie der Stabilitätssicherung oft gestritten, doch wurde das Ziel der Währungsstabilität stets besonders hoch geschätzt, nicht nur wegen der zentralen Rolle einer dauerhaft stabilen Währung für die Funktionsfähigkeit der Sozialen Marktwirtschaft, sondern auch wegen ihrer besonderen sozialen Bedeutung für den Mittelstand und die ärmeren Bevölkerungsgruppen. Das zeigte sich schon bald nach der Einführung der neuen D-Mark am 20. Juni 1948 in Westdeutschland, ein Vorgang, der leider von sowjetischer Seite auch für die Verfestigung der Trennung in West und Ost missbraucht wurde. Umso interessanter war es dann 1989/90, dass der Ruf nach der D-Mark bei der Überwindung dieser Trennung eine zumindest beschleunigende Rolle spielte.

Die Attraktivität der stabilen D-Mark wuchs allerdings schon relativ früh auch international. Zusammen mit dem Schweizer Franc gehörte die D-Mark schon seit den 50er Jahren zu einer der stabilsten Währungen der Welt. Aber auch in anderen westlichen Ländern stand das Thema Währungsstabilität – nach innen und nach außen – damals oft auf der Tagesordnung, zumal mit dem Fixkurssystem von Bretton-Woods

nach dem Krieg ein neues internationales Verbundsystem mit dem goldgebundenen Dollar als Leitwährung geschaffen worden war.

Wohl gab es innerhalb und zwischen den westlichen Ländern nicht selten auch unterschiedliche Bewertungen hinsichtlich der Bedeutung des Stabilitätszieles im Verhältnis zu anderen politischen und gesellschaftlichen Zielen. Das Postulat der Währungsstabilität spielte jedoch bei allen internationalen wirtschaftspolitischen Diskussionen und insbesondere auch bei der Überwindung von Währungskrisen – und daran hat es ja insbesondere in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts auch in Europa nicht gemangelt – immer eine gewichtige Rolle.

Nach der Überwindung der asiatischen Währungskrisen in den neunziger Jahren, der Einführung des Euro in Europa und dem Platzen der High-Tech-Blase in den USA schien zu Beginn des neuen Jahrhunderts das Thema Währungsstabilität in der öffentlichen Diskussion jedoch weltweit etwas zurückzutreten. Die neuen Risiken für die Währungsstabilität wurden leider eine Zeit lang unterschätzt – und zwar weltweit.

Dafür rückten der starke Wachstumsschub in vielen Industrie- und Schwellenländern und die damit verbundenen neuen Wettbewerbsprobleme zunächst stärker in den Vordergrund der Diskussionen, zumal die Inflationsgefahr insbesondere infolge des progressiven Globalisierungswettbewerbs für viele unter Kontrolle zu sein schien. Vor diesem Hintergrund verlor das Thema der Währungsstabilität sowohl in Europa als auch weltweit bis vor etwa zwei Jahren deutlich an Aktualität. Erst der seit 2005 kräftig zunehmende Preisanstieg an den internationalen Rohstoffmärkten und auch der Kosten- und Preisanstieg in den großen Industrie- und Schwellenländern selbst hat das Thema der Geldwertstabilität wieder in den Vordergrund gerückt.

In letzter Zeit wird das Thema Währungsstabilität allerdings immer deutlicher von den wachsenden Sorgen um die Stabilität der Finanzmärkte selbst überschattet. Insbesondere in den letzten Monaten sind – nach schon länger anhaltenden Diskussionen und Sorgen in Fachkreisen – die Befürchtungen einer eskalierenden Systemkrise der Finanzmärkte mit bisher noch unübersehbaren Konsequenzen für die Realwirtschaft weltweit in den Vordergrund gerückt, wie ja auch die vielen internationalen Konferenzen und politischen Initiativen der letzten Wochen zeigen.

Auslöser dieser neuartigen weltweiten Krise war zweifellos die sog. Subprime-Hypotheken-Krise in den USA, die erstmals im Frühjahr 2007 deutlich wurde und dann schon bald in großen Teilen der Finanzwirtschaft weltweite Folgen in Gang setzte. Und trotz rascher und großzügiger Liquiditätszufuhr durch die US-Fed und die Europäische Zentralbank, der sich schon bald auch viele andere Zentralbanken angeschlossen haben, konnte die inzwischen weltweite Krise bisher noch nicht gestoppt werden.

Aus der ursprünglichen Vertrauenskrise an den Geld- und Finanzmärkten sind inzwischen ja auch schon manche Solvabilitätskrisen für große Finanzinstitute entstanden, von einigen dramatischen Zusammenbrüchen – insbesondere an der Wallstreet-ganz zu schweigen. Und trotz vielfältiger nationaler und internationaler Bemühungen ist es auch bis heute noch nicht wieder zu einer nachhaltigen Stabilität und Funktionsfähigkeit an den Finanzmärkten gekommen. Die inzwischen weltweite Finanzkrise ist noch immer nicht wirklich unter Kontrolle; und zugleich werden die Ansteckungseffekte für die Realwirtschaft immer deutlicher, wie ja auch die immer kritischer wer-

denden Prognosen der nationalen und internationalen Wirtschaftsinstitute für 2009 zeigen.

C. Vorrang des Ziels der Preisstabilität

Die grundsätzliche Bedeutung der Währungsstabilität für Wirtschaft und Gesellschaft wird zwar heute kaum noch bestritten. Dennoch gibt es auch in Europa – nicht zuletzt aufgrund unterschiedlicher Erfahrungen und Traditionen – noch immer gewisse abweichende Wertungen, vor allem im Vergleich zu anderen gesamtwirtschaftlichen Zielen wie Wirtschaftswachstum und Beschäftigung. Während wir in Deutschland mit den Erfahrungen von zwei Hyperinflationen im letzten Jahrhundert der Geldwertstabilität zu Recht ein besonderes Gewicht auch für Wachstum und Beschäftigung beimessen, war und ist diese Sensibilität in anderen Ländern wie Italien und Frankreich – auch aufgrund anderer Erfahrungen – weniger stark ausgeprägt.

Dementsprechend waren auch vor dem Übergang zum Euro und zum Europäischen Zentralbank-System die dortigen nationalen Zentralbanken zumeist weniger unabhängig von den politischen Instanzen als in der Bundesrepublik, wo der Vater der Sozialen Marktwirtschaft *Ludwig Erhard* sich nach dem Ende des Besatzungsregimes in den 50er Jahren ja auch noch zunächst gegen *Konrad Adenauer* durchsetzen musste, um die von der amerikanischen Besatzung durchgesetzte politische Unabhängigkeit der Bundesbank voll und nachhaltig zu sichern.

Als sich im Laufe der 50er und 60er Jahre zwischen den großen westlichen Währungen (Dollar, Pfund, Franc und DM) immer größere Divergenzen bei den Wechselkursen zeigten, stellte sich jedoch auch in der Bundesrepublik damals die Frage: Welche Stabilität hat eigentlich den Vorrang? Die im Bretton-Woods-System fixierte Wechselkursstabilität (insbesondere zum Dollar) oder die an der Entwicklung des internen Preisniveaus gemessene Preisstabilität? Nach der ersten DM-Aufwertung 1961, die von *Ludwig Erhard* damals gegen heftige Widerstände durchgesetzt wurde, setzte sich in der Bundesrepublik – nach zum Teil heftigen Kontroversen mit Vertretern der Exportwirtschaft – zunehmend die Einsicht durch, dass vorrangig für das dauerhafte Gemeinwohl vor allem die Sicherung der internen Preisstabilität sei. Im Konfliktfall müsse ihr deshalb der Vorrang eingeräumt werden vor der Wechselkursstabilität – eine Position, die zwar später auch für den Euro im Maastricht-Vertrag rechtlich verankert wurde, die aber bis heute im Euro-Gebiet von manchen Politikern und Interessenten gelegentlich noch immer anders gesehen wird.

Zwar hat sich das Problem Wechselkursstabilität mit dem Übergang zur gemeinsamen Währung Euro für die Euro-Länder selbst zu einem erheblichen Teil relativiert, da es ja nur noch Bedeutung für die Relation gegenüber den Außenwährungen hat. Dennoch zeigen manche politische Äußerungen immer noch die traditionell gewachsenen unterschiedlichen Bewertungen in manchen Teilnehmerländern.

D. Langer Weg zur Währungsunion in Europa

Kurz vor dem 10. Geburtstag des Euro mag es angemessen sein, zunächst in einem kurzen Rückblick an den langen und teilweise auch sehr schwierigen Weg hin zur Gemeinschaftswährung zu erinnern.¹

Wohl hat der Franzose *Jacques Rueff* schon 1950 die später oft zitierte These formuliert: „Der Zusammenschluss Europa kommt über das Geld zustande, oder er kommt überhaupt nicht“. Von einer gemeinsamen Währung oder auch einer Währungsunion war aber in den Römischen Gründungsverträgen von 1957 noch keine Rede. Da das Fixkurssystem von Bretton-Woods damals noch weitgehend funktionierte, begnügte man sich im EWG-Vertrag zunächst noch mit der sehr allgemeinen Formulierung, nach der „die Politik auf dem Gebiet der Wechselkurse als eine Angelegenheit von gemeinsamen Interesse“ behandelt werden sollte (Art.107).

Infolge der zunehmenden Schwäche des Dollars und des britischen Pfundes kam es jedoch im Laufe der sechziger Jahre immer mehr zu Spannungen zwischen den Währungen der westlichen Welt. Insbesondere die DM und der holländische Gulden wurden dabei in der damaligen Sechsergemeinschaft der EWG immer stärker, während die anderen EG-Währungen kaum noch mithalten konnten. Diese zunehmenden EWG-internen Wechselkursspannungen ließen damals den Wunsch aufkommen, die inzwischen bereits weitgehend verwirklichte Zollunion in Richtung einer Wechselkursunion oder gar Währungsunion weiter zu entwickeln. 1969 einigten sich dann die sechs Staats- und Regierungschefs auf dem Gipfeltreffen in Den Haag darauf, die Weiterentwicklung in Richtung einer Wirtschafts- und Währungsunion ernsthaft zu prüfen.

In der folgenden Arbeitsgruppe unter Vorsitz des damaligen Luxemburgischen Ministerpräsidenten *Pierre Werner* (in der ich damals mitarbeiten durfte) haben wir dann 1970 die Grundlinien für einen etwa 10-jährigen Stufenplan zur Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion mit klarer stabilitätspolitischer Zielsetzung und einem unabhängigen supranationalen Zentralbank-System ausgearbeitet.

Doch dieses Konzept, dem die anderen Mitgliedsländer weitgehend zustimmten, fand in Frankreich, das damals immer noch primär auf seine nationale Autonomie pochte, zunächst keine Zustimmung. Einigung gab es in der damaligen EWG nur für eine gewisse wechselkurspolitische Zusammenarbeit (sog. Schlangensystem), die aber im Laufe der 70er Jahre wegen der unterschiedlichen internen Politiken der Mitgliedstaaten immer weniger Erfolg hatte, wie die vielen damaligen Abwertungen einzelner Währungen zeigten. Bundeskanzler *Schmidt* und Präsident *Giscard d'Estaing* haben dann zwar 1978 noch einmal einen neuen Versuch zur Weiterentwicklung der wechselkurspolitischen Kooperation gemacht; doch auch dieser Versuch blieb weitgehend erfolglos. Die stabilitätspolitischen Zielvorstellungen der einzelnen Mitgliedsländer waren offenbar noch zu unterschiedlich. Die Wende in Richtung mehr stabilitätspolitischer Gemeinsamkeit in der EWG begann erst 1982/83, als der neue Finanzminister in Frankreich *Jacques Delors* nach längerem Drängen die Zustimmung des damaligen Präsidenten *Mitterand* für eine stärkere Stabilitätsorientierung der französischen Geld-

¹ Näheres hierzu: *Tietmeyer, Hans*, Herausforderung Euro, Hanser-Verlag München 2005.

und Fiskalpolitik erhielt. Nach diesem Kurswechsel in Frankreich haben sich die Stabilitätspolitiken in der EWG insgesamt deutlicher angenähert, wenn auch der Weg zu tatsächlicher Gemeinsamkeit mit der deutschen Seite noch lang war. Aus deutscher Sicht mussten zunächst in den EWG auch die Voraussetzungen für einen dauerhaft freien Kapitalverkehr geschaffen werden, denn nur so konnte die Nachhaltigkeit der internen Stabilitätspolitik auch in Frankreich erprobt werden.

Auf dem Hannover-Gipfel im Juni 1988 wurde dann zunächst erneut eine Expertengruppe eingesetzt, diesmal unter dem Vorsitz des inzwischen zum EG-Kommissionspräsidenten avancierten *Jacques Delors* selbst. Und als diese Gruppe dann – unter Bezugnahme auf die Arbeiten der früheren Werner-Gruppe – im Sommer 1989 ihren Bericht vorlegte, wurde darin auch die bisherige deutsche Position weitgehend bestätigt: Der Weg in die Währungsunion ist nur vertretbar, wenn zuvor in einem neuen ratifizierungsbedürftigen Vertrag die Konvergenzvoraussetzungen und insbesondere auch die institutionellen Strukturen für ein supranationales Zentralbanksystem festgeschrieben werden.

Die politische Beratung dieses Berichtes koinzierte dann im Herbst 1989 zeitlich mit der Öffnung der innerdeutschen Grenze und den beginnenden Diskussionen über die deutsche Wiedervereinigung. Diese zeitliche Koinzidenz hat die folgenden Entscheidungen zweifellos beschleunigt. Den von manchen Kritikern der späteren Entwicklung erhobenen Vorwurf, die deutsche Seite habe damals die DM gegen die Zustimmung der Partner „verkauft“, halte ich jedoch für nicht berechtigt. Bundeskanzler *Kohl* hat damals zu Recht immer wieder betont:

„Für uns sind das zwei Seiten einer Medaille. Wir wollen die deutsche Wiedervereinigung, wir wollen aber auch die weitere Integration in Europa und den Weg in eine stabile europäische Währungsunion.“

Die entscheidenden Punkte für den Weg in die Europäische Währungsunion sind dann im Maastricht-Vertrag von 1992 festgeschrieben worden; sie sind damit nur noch durch einen von allen Mitgliedstaaten zu ratifizierenden Vertrag änderbar. Die wichtigsten Eckpunkte waren und sind:

- Die künftigen Mitgliedsländer der Währungsunion müssen sich zunächst anhand der vertraglichen Konvergenzkriterien für die Mitgliedschaft qualifizieren. Nur für Großbritannien und Dänemark ist ein sog. opting-out- bzw. opting-in Recht im Vertrag festgeschrieben.
- Der Vorrang des Ziels der Preisstabilität ist für das ESZB ebenso festgeschrieben worden wie sein politisch unabhängiger Status.
- Und der Termin für den Beginn der Endstufe (des dreistufigen Prozesses) wurde auf nicht später als 1999 festgelegt.

Dieser Terminplan für die Endstufe ist dann auch eingehalten worden – trotz mancher zwischenzeitlicher Schwierigkeiten und Krisen. Die Endstufe der Währungsunion wurde pünktlich am 01. Januar 1999 begonnen mit dem Übergang zum Euro auf der Basis der geltenden Wechselkurse zwischen 11 von damals bereits 15 EU-Währungen und der Übertragung der geldpolitischen Kompetenz auf das ESZB bzw. die EZB in Frankfurt begonnen.

E. Bedeutung der Gemeinschaftswährung als Stabilisator im Finanzsystem

Nach mehr als dreißigjähriger Vorbereitung ist mit der Einführung des Euro um die Jahrtausendwende zweifellos ein historischer Schritt für die weitere Integration und insbesondere die Währungsstabilität in Europa gelungen, wie auch die Zwischenbilanz nach fast 10 Jahren deutlich zeigt. Entgegen der vielfach zunächst vorherrschenden Skepsis hat sich das ambitionöse Projekt Europäische Währungsunion bisher insgesamt zweifellos als ein Erfolg erwiesen.

Der Euro wurde schon bald als stabile Währung anerkannt. Das gilt nicht nur für große Teile der nationalen und internationalen Märkte, die den Euro schon vom ersten Tag an – wenn auch zunächst noch parallel zu den nationalen Währungen – nutzen konnten. Auch die Bevölkerung, für die der Euro erst Anfang 2002 mit dem Umtausch der Noten und Münzen konkret fassbare Realität wurde, hat die neue Währung ohne größeres Zögern akzeptiert und inzwischen auch ihre Stabilität schätzen gelernt. Mit einer durchschnittlichen Preissteigerungsrate von wenig über 2% war der Euro in den letzten 10 Jahren eine der stabilsten Währungen der Welt. Wohl gab es gerade in Deutschland eine Zeit lang die sog. Teuro-Diskussion, wobei auch offenkundige Missbräuche bei der Preisumstellung eine Rolle spielten. Inzwischen wird der Euro jedoch von der überwiegenden Mehrheit der Bevölkerung nicht nur wegen der praktischen Vorteile im grenzüberschreitenden Waren- und Leistungskauf, sondern auch als stabile Währung geschätzt.

Auch international wird der Euro heute weltweit als relativ stabile Währung anerkannt. Wohl wurde der Wechselkurs in den ersten Jahren nach 1999 zunächst deutlich schwächer. Insbesondere seit 2002 ist er jedoch wieder deutlich gestiegen. Insgesamt ist der Euro heute nicht nur die zweitgrößte Handels- und Reservewährung; er spielt auch an den internationalen Finanzmärkten inzwischen neben dem Dollar eine zentrale Rolle.

Wie auch immer diese Entwicklung weitergeht, eines ist sicher: Ohne den Euro hätten sich die derzeitigen Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten bisher weit negativer ausgewirkt. Mit hoher Wahrscheinlichkeit hätten wir auch innerhalb des Euro-Gebietes in den letzten Jahren eine Serie von Wechselkurskrisen erlebt, welche die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung im Finanzbereich auch im Kernbereich Europas noch erheblich vergrößert hätten. Neben dem Euro selbst haben sich auch das EZB-System und die Europäische Zentralbank selbst inzwischen als ein wichtiger Stabilisator erwiesen.

Und was nahezu ebenso wichtig ist: Nicht zuletzt aufgrund der hartnäckigen Verhandlungen von deutscher Seite ist der Rechtsrahmen im ratifizierten Vertrag selbst weitgehend und damit dauerhaft festgelegt.

Von großer Bedeutung war und ist aber auch, dass der eindeutige Rechtsrahmen in den ersten 10 Jahren auch tatsächlich durch die handelnden Personen ausgefüllt worden ist. Wegen der unterschiedlichen Traditionen in den Teilnehmerländern ist und war das keine Selbstverständlichkeit. Die Verantwortungsträger im EZB-System haben damit einen wichtigen Standard gesetzt, der auch für die Zukunft bedeutsam sein wird.

Der Übergang zum Euro hat vor allem auch zwischen den Teilnehmerländern positive Handelseffekte bewirkt. Insbesondere der Wegfall früherer Wechselkursrisiken

und Transaktionskosten hat nämlich die Kosten- und die Preistransparenz zwischen den Teilnehmerländern erheblich verbessert, wovon insbesondere der Waren- und Dienstleistungsverkehr beträchtlich profitiert hat. Zugleich hat das aber auch den Standortwettbewerb erheblich verschärft – ein Vorgang, von dem insbesondere auch die deutsche Wirtschaft zunächst sehr hart betroffen war, von dem sie aber in den letzten Jahren zunehmend auch profitiert hat. Vor allem die Arbeitskosten- und Produktivitätsentwicklungen der letzten Jahre haben die Wettbewerbsposition der deutschen Wirtschaft deutlich verbessert, wie auch die Entwicklung der Euro-internen Leistungsbilanzstruktur deutlich zeigt.

Wohl waren die durchschnittlichen Wachstumsraten in großen Teilen des Euro-Gebietes in den letzten 10 Jahren geringer als in manchen anderen Industrie- und Schwellenländern. Dies war jedoch weniger die Folge der solideren Geldpolitik als vielmehr vor allem das Resultat vieler struktureller Wachstumshemmnisse, die zumeist im Verantwortungsbereich der Regierungen und Tarifpartner liegen.

F. Zu bewältigende Herausforderungen

Diese insgesamt positive Zwischenbilanz der letzten 10 Jahre sollte allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Euro auch künftig noch mit wichtigen Herausforderungen konfrontiert sein wird. Besondere Sorgen bereiten vor allem die schon seit mehreren Jahren wieder deutlich zunehmenden Divergenzen zwischen den Mitgliedsländern in deren Leistungsbilanzen und Kostenstrukturen. Darüber hinaus gibt es auch immer noch deutliche Divergenzen in der öffentlichen Fiskaldisziplin – ein Thema, dessen längerfristige Sprengkraft nicht unterschätzt werden sollte, wie im übrigen auch die zuletzt wieder gewachsenen Spreads bei den Staatsanleihen der Euro-Länder deutlich zeigen. Insgesamt sind wir von einer hinreichend flexiblen und stabilitätsorientierten Wirtschaftsunion, die zu Recht als Grundlage für eine dauerhaft stabile Währungsunion angesehen wird, leider noch immer deutlich entfernt.

Um nicht missverstanden zu werden: Auch in einer Währungsunion müssen nicht alle staatlich beeinflussten Faktoren gleich sein. Es kann auch dort – bis zu einem gewissen Grade – durchaus unterschiedliche politische und rechtliche Rahmenbedingungen geben. Aber sie dürfen die Wettbewerbssituation nicht nachhaltig verzerren. Neben einer nachhaltigen Gemeinsamkeit in der Fiskaldisziplin ist für die beteiligten Volkswirtschaften auf Dauer vor allem auch eine hinreichende Flexibilität und Mobilität insbesondere der Arbeitskräfte unerlässlich.

Die Forderung nach mehr Gemeinsamkeit darf jedoch nicht einfach als Forderung nach mehr Zentralisierung oder gar einer Rigidisierung der Rahmenbedingungen interpretiert werden. In einem Gebiet mit derartig unterschiedlichen historischen Traditionen und Kulturen, wie in Europa, wird es immer eine gewisse Pluralität geben. Aber diese Pluralität darf die notwendige Flexibilität und Mobilität von Kapital und Arbeit im Währungsgebiet nicht gefährden, wenn Spannungen auf Dauer verhindert werden sollen. Alle Verantwortungsträger müssen sich bewusst sein: Der Schritt in die Währungsunion war ein historischer Schritt, der weder ein Scheitern noch eine Umkehr zulässt. Er ist eine bleibende Herausforderung für alle Beteiligten. Das Ausscheiden eines Mitgliedslandes könnte sich vor allem für das betreffende Land

als katastrophal erweisen, jedenfalls dann, wenn der Austritt aus Schwächegründen erfolgen würde.

Das Euro-Gebiet ist inzwischen bereits von 11 auf 15 Mitglieds-Staaten angewachsen; ab 01. Januar 2009 werden es sogar 16 sein. Die meisten der noch nicht teilnehmenden EU-Länder pochen jedoch zunehmend – wenn auch mit unterschiedlicher Stärke – an die Eingangstür. Und das Pochen ist in den letzten Wochen wieder stärker geworden. Bisher haben die zuständigen Instanzen in Brüssel und Frankfurt gegenüber einer raschen Erweiterung des Euro-Gebietes schon mehrfach Zurückhaltung gezeigt – wie ich meine, zu Recht. Nach dem Vertrag hat zwar jedes EU-Mitglied grundsätzlich das Recht zum Beitritt zur Währungsunion. Das gilt aber nur, wenn auch tatsächlich und überzeugend alle vertraglichen Voraussetzungen erfüllt sind, und zwar nachhaltig. So sehr ich das Interesse insbesondere der kleineren Länder an einem raschen Euro-Beitritt verstehe, die mit einer zu schnellen Erweiterung verbundenen Risiken – vom verzerrten Wettbewerb bis hin zur anderen Zusammensetzung der Entscheidungsgremien – dürfen nicht unterschätzt werden.

Entscheidender Maßstab für alle weiteren Euro-Entscheidungen muss sein: das so wichtige und zugleich ambitionöse Projekt Euro darf auch in Zukunft nicht scheitern. Die Grundkonstruktion hat sich bisher insgesamt als solide und tragfähig erwiesen. Aber sie darf auch in Zukunft nicht überlastet werden, gerade nicht in dem Umfeld der aktuellen weltweiten Finanzkrise, die viele neue Herausforderungen mit sich bringt.

G. Auslöser und Konsequenzen der aktuellen Finanz- und Bankenkrise

Ausgelöst durch die Hypothekenkrise in den USA sind die internationalen Finanzmärkte seit Sommer 2007 zunehmend in eine gefährliche, sich wellenartig verstärkende **Finanz- und Bankenkrise** hineingeraten, deren weltweite Eskalation inzwischen auch die Realwirtschaft immer stärker in eine unabsehbare Krise hineinzieht und deren längerfristige Auswirkungen derzeit noch schwer abzuschätzen sind. Als jemand, der in den letzten Jahrzehnten schon viele internationale Krisen erlebt und an ihrer Bekämpfung mitgewirkt hat, kann ich nur sagen: Die Dimension der derzeitigen Krise ist auch für mich eine neue Erfahrung. Während die früheren Krisen zumeist einzelne Währungen oder Währungsräume betrafen, haben wir es gegenwärtig mit einer neuen und zugleich weltweiten Dimension zu tun.

So viel ist sicher: Die Ursachen der gegenwärtigen Krise liegen nicht beim Euro. Aber auch das Euro-Gebiet wird von diesen in den USA ausgelösten Vorgängen inzwischen zunehmend betroffen, und zwar ohne dass ein Ende schon absehbar wäre. Mit der Ursachenanalyse machen es sich derzeit allerdings manche Kommentatoren außerordentlich leicht. So fokussiert die öffentliche Kritik nicht selten vor allem auf die angebliche Gier der Banker und das generelle Versagen der Märkte.

So wichtig die Moral- und Systemfrage auch ist: So einfach und eindimensional kann die derzeitige Krise jedoch sicherlich weder erklärt noch können deren Wirkungen so simplifizierend abgeschätzt werden. Bundespräsident *Köhler* hat Recht, wenn er eine systematische und umfassende Ursachenanalyse anmahnt. So wenig ich im Rahmen dieser Vorlesung diesem Anspruch gerecht werden kann, so möchte ich doch

zunächst einige der nach meiner Einschätzung wichtigen Kausalfaktoren aufzeigen und dann auch zu den notwendigen Konsequenzen kurz Stellung nehmen.

I. Internationalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte

Ein wichtiger Ausgangspunkt für das Entstehen neuen Risikopotentials an den Finanzmärkten war sicherlich die insgesamt durchaus positiv zu bewertende Internationalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte. Denn diese fortschreitende Grenzüberschreitung bewirkte neben der Intensivierung des Wettbewerbs zugleich auch eine Emanzipation von den nationalen Rechts- und Aufsichtssystemen und ermöglichte – zugleich erleichtert durch die fortschreitenden Innovationen an den Technologie-Märkten – immer neue Finanzprodukte und Finanzaktivitäten weltweit. Der gleichzeitige Verbriefungsboom in und zwischen den Industrieländern traf sich dabei mit der starken Ausweitung der Bankaktivitäten in den Schwellenländern. Insgesamt wuchs dabei das Finanzsystem weit schneller als die Weltwirtschaft.

Schon in den 90er Jahren habe ich selbst immer wieder auf die fehlende „global governance“ im Sinne einer weltweiten Abstimmung der Regel- und Aufsichtssysteme hingewiesen. Kurz vor dem Ende meiner Präsidentschaft in der Bundesbank habe ich dann 1999 die Initiative für die Einrichtung des internationalen „Financial Stability-Forums“ mit einem Sekretariat bei der BIZ in Basel auf den Weg gebracht. Aufgrund des Drucks der USA wurde dieses Forum allerdings leider zunächst auf die G7-Staaten beschränkt.² Erst seit dem jüngsten Treffen der Staats- und Regierungschefs in Washington ist jetzt vorgesehen, dieses Forum auf die sog. G20-Staaten auszudehnen.

II. Veränderungen der Bankenaktivitäten und Entwicklung der Bonus-Systeme

Parallel zur und infolge der zunehmenden Internationalisierung der Finanzmärkte kam es seit den 90er Jahren auch zu einer deutlichen **Veränderung der Bankaktivitäten** selbst. Während bei den früheren Bankaktivitäten vornehmlich das Prinzip des „buy and hold“ von Anlagen galt, entwickelte sich insbesondere in den Großbanken durch das Vordringen der Investmentbank-Aktivitäten immer stärker eine Praxis in Richtung „originate and distribute“. Die Banken entwickelten und verkauften immer mehr Produktinnovationen in Form von strukturierten Produkten und Derivaten, wobei die genaue Zuordnung und Verteilung der Risiken immer weniger transparent wurde – offenbar selbst für manche Bankmanager selbst.

Zwar wurden für die Produkte zumeist auch sog. Ratings eingeholt, aber diese wurden nicht selten von den Agenturen offenbar relativ großzügig vergeben und überdies von vielen Produkthanbietern wohl auch einseitig interpretiert. Die tatsächliche Verteilung der Risiken wurde jedenfalls immer weniger durchsichtig, offenbar auch für viele Topmanager selbst.

² Vgl. hierzu auch *Tietmeyer, Hans*: Ökonomische Globalisierung – Konsequenzen für den Staatsbegriff und die internationalen Beziehungen zwischen den Staaten, in: *Stimmen der Zeit*, Freiburg, Heft 6, Bd. 218.

Hinzu kam, dass die Bonus-Systeme für die Händler, Verkäufer und auch das Management selbst nicht selten zu großzügig und zu sehr an kurzfristigen Erfolgen orientiert waren.

III. Fehler in der makroökonomischen Politik

1. *Expansive Geldpolitik*

Diese Hypertrophie der Finanzmärkte wurde dann in großen Teilen der Welt – insbesondere nach der Jahrtausendwende – zugleich durch **Fehler in der makroökonomischen Politik** großer Industrie- und Schwellenländer erleichtert und verstärkt. Vor allem die nach dem 11. September 2001 in den USA viel zu lange anhaltende Niedrigzinspolitik der US-Fed hat viele Zentralbanken (leider auch die EZB) dazu verführt, zu lange eine zu expansive Geldpolitik zu betreiben.

2. *Wechselkurspolitik*

Hinzu kamen die weltweiten Liquiditätseffekte der problematischen Wechselkurspolitik vor allem in Asien (insbesondere China) sowie des weltweit gewaltigen Aufbaus von Dollarreserven. Dieser gewaltige Reservekauf hat nicht nur die Liquidität in diesen Ländern gewaltig erhöht; er hat auch die Wechselkurse erheblich verzerrt und vor allem den USA und großen Teilen der Weltwirtschaft in den letzten Jahren ein künstlich überhöhtes Wachstum ermöglicht. Mit ihrem gewaltigen Außenbilanz- und Budgetdefizit sowie fehlenden internen Ersparnissen haben die USA lange Jahre hindurch auf Kosten vieler anderer Länder ihren Wohlstand übermäßig gesteigert. Dieses artifiziiell hohe Wirtschaftswachstum hat die Hypertrophie der Finanzmärkte auch in Europa weiter angereizt und verstärkt. Der Versuch auch einiger deutscher Banken, sich über sog. Zweckgesellschaften (außerhalb der eigenen Bilanz) an den Subprime-Hypothekmärkten in den USA zu beteiligen ist dafür nur ein besonderes Beispiel.

IV. Divergierende Aufsichtsregeln und Praktiken

Wohl gab es schon seit den 80er und 90er Jahren Bemühungen die z.T. sehr unterschiedlichen nationalen Aufsichtsregeln für das Bankwesen stärker zu harmonisieren und sie gleichzeitig weiter zu entwickeln.

Die Bemühungen an den runden Tischen der Aufseher in Basel haben im Laufe der Jahre auch eine Reihe von Empfehlungen für weiterführende Regelwerke gebracht; ihre Umsetzung ist aber insbesondere in den USA, teilweise aber auch im Vereinigten Königreich vielfach blockiert worden. So ist z.B. die Umsetzung des sogenannten Regelsystems Basel II in der EU vor allem durch britischen Einspruch zunächst verzögert worden; und in den USA ist bis heute seine Anwendung noch immer weitgehend ungeklärt. Leider gibt es bis heute keine Instanz, die ein zwischen den Aufsehern vereinbartes Aufsichtssystem zumindest in allen größeren Ländern durchsetzen kann.

In den divergierenden Aufsichtsregeln und -praktiken liegt aber zweifellos auch eine der Ursachen für die derzeitige Krisenentwicklung, wie ja auch der Auslöser – die Subprime-Krise in den USA – gezeigt hat, wo das Regelsystem für die Hypothekenvergabe noch immer viel großzügiger als beispielsweise bei uns in Deutschland ist.

V. Entwicklung der bilanziellen Rechnungslegung

Nicht zu unterschätzten in seiner Bedeutung für das Entstehen des Krisenpotentials an den Finanzmärkten und seine Verschärfung im Krisenfall selbst ist auch das in den letzten Jahren auch von Europa weitgehend übernommene System der bilanziellen Rechnungslegung nach dem Prinzip des fair value, der am jeweiligen Marktpreis gemessen wird. Dieses Mark-to-Market Prinzip, das inzwischen auch weitgehend Eingang in das neue IFRS-System gefunden hat, hat schon in den letzten Jahren das vor allem in Deutschland zuvor angewandte konservative Einstandpreis-System zumindest bei den größeren Banken weitgehend abgelöst.

Wir in der Bundesbank haben uns schon in den 90er Jahren hart gegen die Übernahme des Mark-to-Market-Systems in den Bankenbereich gewehrt, weil es nicht genügend dem Vorsichtsprinzip entspricht. Schon damals haben wir auch das prozyklische Risiko gesehen, das inzwischen immer deutlicher geworden ist. In der Aufwärtsbewegung wird durch die steigenden Werte der Aktiva die Hypertrophie der Bilanzausdehnung und der Profitausweitung – und damit auch der Boni der Händler und des Managements – verstärkt, während es bei Korrekturen der Marktpreise nach unten – wie wir sie gegenwärtig erleben – rasch zu einem übermäßigen Ansteckungs- und Beschleunigungsprozess nach unten kommt. Nachdem auch viele Großbanken inzwischen diese Erfahrungen gemacht haben und weiter machen, ist es nicht verwunderlich, dass inzwischen auch der Bankensektor selbst jetzt auf Anpassungen der Regeln drängt. Ob es dabei allerdings zu mehr als zu neuen Interpretationen einiger accounting rules kommt, ist noch fragwürdig.

Die Diskussion hat hierüber erst begonnen. Etwaige Neuregelungen dürfen natürlich auch nicht nur zum Verdecken von Risiken führen.

H. Wege aus der Krise

Vorrangiges Ziel der Finanzwirtschaft und der Politik muss jetzt vor allem sein, den international noch immer akuten Brand zu löschen und die Finanzmärkte möglichst rasch wieder dauerhaft funktionsfähig zu machen – nicht zuletzt auch, um die zunehmend erkennbaren weiteren Auswirkungen auf die Realwirtschaft in Grenzen zu halten. Das ist allerdings leichter gesagt als getan. Denn verbale Interventionen und Postulate allein helfen ebenso wenig wie Beschimpfungen in den Medien.

Zunächst geht es vor allem darum, die entstandene Vertrauenskrise an den Märkten möglichst rasch zu überwinden, um die Ansteckungseffekte in Richtung weiterer Solvabilitätskrisen abzubremsen. Deswegen war und ist es auch richtig, dass – über die großzügige Liquiditätszufuhr der Zentralbanken hinaus – insbesondere die großen Länder sich bereit und willens gezeigt haben, durch die Bereitstellung großzügiger Garantie- und Kapitalangebote Schirme aufzuspannen, um der Eskalationsgefahr

durch weitere Domino-Effekte entgegenzuwirken und Raum und Zeit für die notwendigen Anpassungen zu schaffen. Natürlich kann man darüber streiten, ob ein solches „bailing-out“ nicht gefährliche Moral-Hazard-Effekte auslösen kann. In der derzeitigen Brand-Situation muss aber zunächst das Feuer gelöscht werden; die Feuerwehr darf jedoch keine falschen Weichen stellen. Entscheidend ist, dass die Eskalation bald gestoppt und das Regelwerk für die Zukunft tatsächlich verbessert wird. Der einfache Ruf nach mehr Staat allein führt dabei jedoch ebenso wenig weiter wie eine generalisierende Kritik der Märkte und der Marktakteure.

Finanzmärkte sind auch in Zukunft unerlässlich; aber sie brauchen effiziente Ordnungsregeln, die ihre Funktionsfähigkeit dauerhaft sichern und Fehlverhalten rechtzeitig verhindern. Letztverantwortlich für die Ordnungsregeln und ihre Anwendung bleiben allerdings primär wohl auch in Zukunft vor allem die Nationalstaaten, weil es auf absehbare Zeit kaum letztverantwortliche supranationale Autoritäten für die Regelgestaltung und -kontrolle geben wird, wenn man von den begrenzten supranationalen Kompetenzen in der EU einmal absieht.

Es wäre schon ein Vorteil, wenn es zumindest innerhalb von Föderalstaaten wie den USA ein größeres Maß an Gemeinsamkeit geben würde als bisher. Aber die Nationalstaaten sollten zumindest das Regelwerk und seine Kontrolle stärker als bisher auch international vereinheitlichen und es zugleich verbessern. Das Financial-Stability-Forum (FSF) hat unter dem Vorsitz des italienischen Zentralbankpräsidenten *Mario Draghi* inzwischen schon eine Reihe von konkreten Verbesserungsvorschlägen ausgearbeitet und dafür auch die Zustimmung der G7 Minister erhalten. Nach der G20 Konferenz in Washington Mitte November 2008 soll ein Teil dieser Vorschläge beim nächsten G20 Treffen im März 2009 in London, an dem erstmalig auch der neue US-Präsident *Obama* teilnehmen wird, als künftige Orientierungen für die nationalen Regelwerke vereinbart werden. Wichtig ist dabei, dass jetzt mit den G20 nicht nur alle größeren Industriestaaten am Tisch sitzen, sondern auch die größeren Schwellenländer. Damit gewinnt die Arbeit des FSF zugleich eine breitere Basis und Autorität, wie es von mir schon 1999 angestrebt war. Inzwischen haben nämlich viele, die bisher eine diesbezügliche Kompetenzerweiterung des IWF befürwortet haben, erkannt, dass die Einschaltung des FSF bei der Regelvereinbarung letztendlich wohl doch der chancenreichere Weg ist.

Der Internationale Währungsfond (IMF) selbst hat nämlich aufgrund seiner Mitgliedschaft und Struktur Probleme, die nicht unterschätzt werden dürfen: Er hat zwar 185 Mitgliedstaaten, aber die USA haben mit rd. 17% Kapitalanteil praktisch ein Blockade- und Kontrollrecht, da Beschlüsse eine 85% Mehrheit erfordern. Während der IMF deswegen für die Definition des Regelwerks kaum geeignet ist, könnte er in Zukunft als Kontrolleur bzw. Polizist durchaus eine sinnvolle Rolle spielen. Er hat nämlich ohnehin jährlich die Wirtschaftspolitik der 185 Mitgliedstaaten zu prüfen und kann die Prüfungsergebnisse anschließend bekannt machen und so durch kritische Transparenz Kontrolle ausüben. Was den gegenwärtig gelegentlich zu hörende Ruf nach einem neuen Bretton-Woods-System angeht, so warne ich allerdings vor falschen Ansätzen und Erwartungen. Ein neues weltweites Fix-Kurs-System für die Wechselkurse wäre sicherlich der falsche Weg. Es würde makroökonomische Fehlentwicklungen in einzelnen Ländern und Währungsgebieten nur verdecken und zugleich ihre weltweiten Ansteckungsgefahren vergrößern.

Ohnehin wird es in der vor uns liegenden Zeit schwierig genug sein, die vor uns liegenden weltweit eskalierenden Rezessionsgefahren angemessen zu meistern und bald wieder zu einem soliden und fundierten Wachstumsprozess ohne Inflationsgefahr zurückzufinden. Derzeit werden überall in der Welt – auch bei uns – ständig neue Konjunkturprogramme gefordert und diskutiert. Überall scheint man begriffen zu haben, dass die Party der Hypertrophie der letzten Jahre vorbei ist. Aber über die konkreten Konsequenzen wird noch gestritten. So wichtig es ist, eine weltweit eskalierende und vor allem längere Rezession zu vermeiden: Simple und kurzatmige Nachfrage-Programme helfen allein kaum weiter; sie können sogar leicht die Zukunft dauerhaft belasten, wie wir bei vielen Aktionen in der zweiten Hälfte des letzten Jahrhunderts erlebt haben. So wichtig die Nachfrageentwicklung für die Wirtschaft auch ist, entscheidend ist und bleibt das Zukunftsvertrauen der Konsumenten und Investoren. Nachhaltiges Wachstum entsteht nur, wenn mit den Programmen zugleich nachhaltig die Strukturen für Angebot und Nachfrage verbessert werden und so dauerhaft positivere Erwartungen gefördert werden.

Ich kann jetzt weder für Deutschland noch für andere Länder in Europa oder für die USA ein nachhaltiges Programm für neues Wachstum aufzeigen. Aber ich hoffe und wünsche, dass die derzeitigen Kontroversen nicht zu kurzatmigen und primär nur auf den Wahltermin gezielten Programmen führen. Von großer Bedeutung für die Weltwirtschaft wird insbesondere das Wirtschafts- und Finanzprogramm der USA sein, das der neue amerikanische Präsident *Obama* nach seiner Amtseinführung im Januar 2009 vorlegen wird. Dann muss er zeigen, was die These „Yes, we can“ tatsächlich bedeutet. Die in den USA demnächst fälligen Entscheidungen sind nicht nur für die US-Wirtschaft, die sich wegen der weitreichenden Fehlentwicklungen in einer besonders schwierigen Lage befindet, sondern auch für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte von zentraler Bedeutung.

I. Perspektiven

Insgesamt befindet sich die Weltwirtschaft – besonders in den USA, aber auch in Europa, Asien und Latein-Amerika derzeit in einer schwierigen Übergangsphase. Neben der allgemeinen Verunsicherung gelten inzwischen auch an den Kreditmärkten zunehmend schärfere Bedingungen, wenngleich von einer generellen Kreditklemme zumindest bei uns in Deutschland laut Bundesbank bisher noch nicht gesprochen werden kann.

Zugleich aber ist unübersehbar: Auch in Europa ist die Rezession zumindest in einigen Ländern schon angekommen. Und in der innerdeutschen Diskussion rückt nach dem Rettungsschirm für die Banken (dessen Anwendung noch immer schwierig zu sein scheint) jetzt die Kontroverse über das Ausmaß und den Inhalt des angekündigten Konjunkturprogramms immer stärker in den Vordergrund.

Ich will mich nicht in die aktuelle politische Diskussion einmischen. Nur so viel sei noch einmal gesagt: Kurzatmige keynesianische Nachfrageprogramme führen allein kaum weiter. Sie produzieren meist nur kurzfristige Nachfrageimpulse, hinterlassen zugleich erfahrungsgemäß jedoch meist nicht nur anhaltende Budgetdefizite sondern nicht selten auch strukturelle Verwerfungen. Dagegen kann das konjunkturell richtige Timing – eventuell auch in Stufen – von längerfristig ohnehin notwendigen Verbesse-

rungen der Wachstums- und Beschäftigungsbedingungen sehr wohl sinnvoll sein. Jedenfalls sollte die Politik die vielfältigen Erfahrungen der Vergangenheit nicht zur Seite schieben. So solitär die derzeitige Kombination von Finanzkrise und Wachstumsschwäche auch ist, der Maßnahmenkatalog darf nicht einfach zusammengemixt werden.

Die m.E. sowohl in der Größenordnung als auch in der Zusammensetzung notwendigen Rettungsmaßnahmen für den Bankenbereich waren und sind weiter dringlich. Ihre Umsetzung und Anwendung muss jetzt rasch und systematisch zugleich weitergeführt werden. Das gilt insbesondere für die Bereitstellung von Garantien. Fehler wie im Falle von *Lehman Brothers* in den USA, wo bis heute nicht klar ist, warum hier der verfügbare Hilfsfonds nicht einsprang, dürfen auch dort nicht mehr passieren. Denn eine neue Großpleite könnte gefährliche Eskalationen auslösen.

Bei den jetzt in allen größeren Ländern zur Diskussion stehenden Konjunkturmaßnahmen geht es jedoch – wie gesagt – um mehr als nur um kurzfristige Impulse. Insbesondere darf auch die stabilitätspolitische Glaubwürdigkeit nicht aufs Spiel gesetzt werden. Das gilt auch für die Geldpolitik. Die jüngsten Liquiditätsangebote und auch die deutlichen Zinssenkungen sind angesichts der Krisensituation an den Finanz- und insbesondere an den Geldmärkten auch stabilitätspolitisch vertretbar. Sobald sich jedoch das Verhalten an den Finanzmärkten wieder normalisiert, müssen diese Maßnahmen aber auch rechtzeitig wieder korrigiert werden. Die Fehler der Fed-Politik in den Jahren 2003 bis 2005 dürfen nicht wiederholt werden.

Zusammenfassend möchte ich sagen: Auch in der gegenwärtigen Lage und den sich abzeichnenden schwierigen Perspektiven darf die Aufgabe der Sicherung von Währungs- und Finanzmarktstabilität nicht missachtet werden. Im Gegenteil: Die Erhaltung der Währungsstabilität im Sinne einer nachhaltigen Preisniveaustabilität ist eine bleibende Aufgabe sowohl für die Funktionsfähigkeit der Wirtschaft als auch den Schutz der sozial Schwachen. Insbesondere die EZB darf deshalb auch unter den derzeitigen schwierigen Bedingungen den Vorrang dieses Auftrages nicht vergessen. Zum Mut der Entscheidung für eine weit- und vielleicht noch weiterreichende Zinssenkung gehört auch der Mut zur rechtzeitigen Korrektur.

Für die dauerhafte Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ist aber auch die Wiederherstellung und Sicherung der Finanzmarktstabilität von zentraler Bedeutung. Sie rasch wiederherzustellen und sie nachhaltig zu sichern ist deswegen gerade unter den derzeitigen Bedingungen eine zentrale Aufgabe, an der sich auch die Notenbanken beteiligen müssen. Im Mandat für das ESZB ist neben dem vorrangigen Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität auch der Beitrag zur Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems festgeschrieben (Art. 105, Ziff.5 des Maastrichtvertrages). Der EZB können darüber hinaus durch einstimmigen Ratsbeschluss sogar besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Bankenaufsicht übertragen werden. Ob es hier demnächst zu Konkretisierungen kommen wird, ist derzeit noch nicht zu abzusehen. Vieles wird dabei auch davon abhängen, zu welchen Ergebnissen die demnächst beginnenden Beratungen über eine etwaige Weiterentwicklung des Regelwerkes für die internationale Bankenaufsicht kommen wird. So wichtig das Thema Verbesserung der Bankenaufsicht – besonders innerhalb des Euro-Gebietes – auch ist und künftig sein wird, zwei zentrale Punkte des im Vertrag festgelegten Statuts des ESZB dürfen nicht geändert oder gefährdet werden:

- Das in Art. 105, Ziffer 1 festgelegte Ziel der Preisstabilität muss vorrangig bleiben.
- Und die in Art.108 festgeschriebene Unabhängigkeit von politischen Weisungen und Einflüssen darf nicht angetastet werden.

Die eindeutige Mandatsbestimmung sowie die politische Unabhängigkeit des Zentralbank-Systems sind und bleiben unverzichtbare Voraussetzungen für die dauerhafte Stabilität des Euro und für die Stabilität an den Finanzmärkten in Europa.

Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht
(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368 (print)
ISSN 1868-1778 (elektr.)

Bislang erschienene Hefte

- Heft 1 Wiebe-Katrin Boie, Der Handel mit Emissionsrechten in der EG/EU – Neue Rechtssetzungsinitiative der EG-Kommission, März 2002, ISBN 3-86010-639-2
- Heft 2 Susanne Rudisch, Die institutionelle Struktur der Welthandelsorganisation (WTO): Reformüberlegungen, April 2002, ISBN 3-86010-646-5
- Heft 3 Jost Delbrück, Das Staatsbild im Zeitalter wirtschaftsrechtlicher Globalisierung, Juli 2002, ISBN 3-86010-654-6
- Heft 4 Christian Tietje, Die historische Entwicklung der rechtlichen Disziplinierung technischer Handelshemmnisse im GATT 1947 und in der WTO-Rechtsordnung, August 2002, ISBN 3-86010-655-4
- Heft 5 Ludwig Gramlich, Das französische Asbestverbot vor der WTO, August 2002, ISBN 3-86010-653-8
- Heft 6 Sebastian Wolf, Regulative Maßnahmen zum Schutz vor gentechnisch veränderten Organismen und Welthandelsrecht, September 2002, ISBN 3-86010-658-9
- Heft 7 Bernhard Kluttig/Karsten Nowrot, Der „Bipartisan Trade Promotion Authority Act of 2002“ – Implikationen für die Doha-Runde der WTO, September 2002, ISBN 3-86010-659-7
- Heft 8 Karsten Nowrot, Verfassungsrechtlicher Eigentumsschutz von Internet-Domains, Oktober 2002, ISBN 3-86010-664-3
- Heft 9 Martin Winkler, Der Treibhausgas-Emissionsrechtehandel im Umweltvölkerrecht, November 2002, ISBN 3-86010-665-1
- Heft 10 Christian Tietje, Grundstrukturen und aktuelle Entwicklungen des Rechts der Beilegung internationaler Investitionsstreitigkeiten, Januar 2003, ISBN 3-86010-671-6
- Heft 11 Gerhard Kraft/Manfred Jäger/Anja Dreiling, Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit, Februar 2003, ISBN 3-86010-647-0
- Heft 12 Bernhard Kluttig, Welthandelsrecht und Umweltschutz – Kohärenz statt Konkurrenz, März 2003, ISBN 3-86010-680-5

- Heft 13 Gerhard Kraft, Das Corporate Governance-Leitbild des deutschen Unternehmenssteuerrechts: Bestandsaufnahme – Kritik – Reformbedarf, April 2003, ISBN 3-86010-682-1
- Heft 14 Karsten Nowrot/Yvonne Wardin, Liberalisierung der Wasserversorgung in der WTO-Rechtsordnung – Die Verwirklichung des Menschenrechts auf Wasser als Aufgabe einer transnationalen Verantwortungsgemeinschaft, Juni 2003, ISBN 3-86010-686-4
- Heft 15 Alexander Böhmer/Guido Glania, The Doha Development Round: Reintegrating Business Interests into the Agenda – WTO Negotiations from a German Industry Perspective, Juni 2003, ISBN 3-86010-687-2
- Heft 16 Dieter Schneider, „Freimütige, lustige und ernsthafte, jedoch vernunft- und gesetzmäßige Gedanken“ (Thomasius) über die Entwicklung der Lehre vom gerechten Preis und fair value, Juli 2003, ISBN 3-86010-696-1
- Heft 17 Andy Ruzik, Die Anwendung von Europarecht durch Schiedsgerichte, August 2003, ISBN 3-86010-697-X
- Heft 18 Michael Slonina, Gesundheitsschutz contra geistiges Eigentum? Aktuelle Probleme des TRIPS-Übereinkommens, August 2003, ISBN 3-86010-698-8
- Heft 19 Lorenz Schomerus, Die Uruguay-Runde: Erfahrungen eines Chef-Unterhändlers, September 2003, ISBN 3-86010-704-6
- Heft 20 Michael Slonina, Durchbruch im Spannungsverhältnis TRIPS and Health: Die WTO-Entscheidung zu Exporten unter Zwangslizenzen, September 2003, ISBN 3-86010-705-4
- Heft 21 Karsten Nowrot, Die UN-Norms on the Responsibility of Transnational Corporations and Other Business Enterprises with Regard to Human Rights – Gelungener Beitrag zur transnationalen Rechtsverwirklichung oder das Ende des Global Compact?, September 2003, ISBN 3-86010-706-2
- Heft 22 Gerhard Kraft/Ronald Krenzel, Economic Analysis of Tax Law – Current and Past Research Investigated from a German Tax Perspective, Oktober 2003, ISBN 3-86010-715-1
- Heft 23 Ingeborg Fogt Bergby, Grundlagen und aktuelle Entwicklungen im Streitbeilegungsrecht nach dem Energiechartavertrag aus norwegischer Perspektive, November 2003, ISBN 3-86010-719-4
- Heft 24 Lilian Habermann/Holger Pietzsch, Individualrechtsschutz im EG-Antidumpingrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, Februar 2004, ISBN 3-86010-722-4
- Heft 25 Matthias Hornberg, Corporate Governance: The Combined Code 1998 as a Standard for Directors' Duties, März 2004, ISBN 3-86010-724-0

- Heft 26 Christian Tietje, Current Developments under the WTO Agreement on Subsidies and Countervailing Measures as an Example for the Functional Unity of Domestic and International Trade Law, März 2004, ISBN 3-86010-726-7
- Heft 27 Henning Jessen, Zollpräferenzen für Entwicklungsländer: WTO-rechtliche Anforderungen an Selektivität und Konditionalität – Die GSP-Entscheidung des WTO Panel und Appellate Body, Mai 2004, ISBN 3-86010-730-5
- Heft 28 Tillmann Rudolf Braun, Investment Protection under WTO Law – New Developments in the Aftermath of Cancún, Mai 2004, ISBN 3-86010-731-3
- Heft 29 Juliane Thieme, Latente Steuern – Der Einfluss internationaler Bilanzierungsvorschriften auf die Rechnungslegung in Deutschland, Juni 2004, ISBN 3-86010-733-X
- Heft 30 Bernhard Kluttig, Die Klagebefugnis Privater gegen EU-Rechtsakte in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes: Und die Hoffnung stirbt zuletzt..., September 2004, ISBN 3-86010-746-1
- Heft 31 Ulrich Immenga, Internationales Wettbewerbsrecht: Unilateralismus, Bilateralismus, Multilateralismus, Oktober 2004, ISBN 3-86010-748-8
- Heft 32 Horst G. Krenzler, Die Uruguay Runde aus Sicht der Europäischen Union, Oktober 2004, ISBN 3-86010-749-6
- Heft 33 Karsten Nowrot, Global Governance and International Law, November 2004, ISBN 3-86010-750-X
- Heft 34 Ulrich Beyer/Carsten Oehme/Friederike Karmrodt, Der Einfluss der Europäischen Grundrechtecharta auf die Verfahrensgarantien im Unionsrecht, November 2004, ISBN 3-86010-755-0
- Heft 35 Frank Rieger/Johannes Jester/ Michael Sturm, Das Europäische Kartellverfahren: Rechte und Stellung der Beteiligten nach Inkrafttreten der VO 1/03, Dezember 2004, ISBN 3-86010-764-X
- Heft 36 Kay Wissenbach, Systemwechsel im europäischen Kartellrecht: Dezentralisierte Rechtsanwendung in transnationalen Wettbewerbsbeziehungen durch die VO 1/03, Februar 2005, ISBN 3-86010-766-6
- Heft 37 Christian Tietje, Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht: Staatsanleihen und Staateninsolvenz, Februar 2005, ISBN 3-86010-770-4
- Heft 38 Matthias Bickel, Die Argentinien-Krise aus ökonomischer Sicht: Herausforderungen an Finanzsystem und Kapitalmarkt, März 2005, ISBN 3-86010-772-0

- Heft 39 Nicole Steinat, *Comply or Explain – Die Akzeptanz von Corporate Governance Kodizes in Deutschland und Großbritannien*, April 2005, ISBN 3-86010-774-7
- Heft 40 Karoline Robra, *Welthandelsrechtliche Aspekte der internationalen Besteuerung aus europäischer Perspektive*, Mai 2005, ISBN 3-86010-782-8
- Heft 41 Jan Bron, *Grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften in der EG*, Juli 2005, ISBN 3-86010-791-7
- Heft 42 Christian Tietje/Sebastian Wolf, *REACH Registration of Imported Substances – Compatibility with WTO Rules*, July 2005, ISBN 3-86010-793-3
- Heft 43 Claudia Decker, *The Tension between Political and Legal Interests in Trade Disputes: The Case of the TEP Steering Group*, August 2005, ISBN 3-86010-796-8
- Heft 44 Christian Tietje (Hrsg.), *Der Beitritt Russlands zur Welthandelsorganisation (WTO)*, August 2005, ISBN 3-86010-798-4
- Heft 45 Wang Heng, *Analyzing the New Amendments of China's Foreign Trade Act and its Consequent Ramifications: Changes and Challenges*, September 2005, ISBN 3-86010-802-6
- Heft 46 James Bacchus, *Chains Across the Rhine*, October 2005, ISBN 3-86010-803-4
- Heft 47 Karsten Nowrot, *The New Governance Structure of the Global Compact – Transforming a “Learning Network” into a Federalized and Parliamentarized Transnational Regulatory Regime*, November 2005, ISBN 3-86010-806-9
- Heft 48 Christian Tietje, *Probleme der Liberalisierung des internationalen Dienstleistungshandels – Stärken und Schwächen des GATS*, November 2005, ISBN 3-86010-808-5
- Heft 49 Katja Moritz/Marco Gesse, *Die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen*, Dezember 2005, ISBN 3-86010-813-1
- Heft 50 Christian Tietje/Alan Brouder/Karsten Nowrot (eds.), *Philip C. Jessup's *Transnational Law* Revisited – On the Occasion of the 50th Anniversary of its Publication*, February 2006, ISBN 3-86010-825-5
- Heft 51 Susanne Probst, *Transnationale Regulierung der Rechnungslegung – International Accounting Standards Committee Foundation und Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee*, Februar 2006, ISBN 3-86010-826-3
- Heft 52 Kerstin Rummel, *Verfahrensrechte im europäischen Arzneimittelzulassungsrecht*, März 2006, ISBN 3-86010-828-X

- Heft 53 Marko Wohlfahrt, Gläubigerschutz bei EU-Auslandsgesellschaften, März 2006, ISBN (10) 3-86010-831-X, ISBN (13) 978-3-86010-831-4
- Heft 54 Nikolai Fichtner, The Rise and Fall of the Country of Origin Principle in the EU's Services Directive – Uncovering the Principle's Premises and Potential Implications –, April 2006, ISBN (10) 3-86010-834-4, ISBN (13) 978-3-86010-834-5
- Heft 55 Anne Reinhardt-Salcinovic, Informelle Strategien zur Korruptionsbekämpfung – Der Einfluss von Nichtregierungsorganisationen am Beispiel von Transparency International –, Mai 2006, ISBN (10) 3-86010-840-9, ISBN (13) 978-3-86010-840-6
- Heft 56 Marius Rochow, Die Maßnahmen von OECD und Europarat zur Bekämpfung der Bestechung, Mai 2006, ISBN (10) 3-86010-842-5, ISBN (13) 978-3-86010-842-0
- Heft 57 Christian J. Tams, An Appealing Option? The Debate about an ICSID Appellate Structure, Juni 2006, ISBN (10) 3-86010-843-3, ISBN (13) 978-3-86010-843-7
- Heft 58 Sandy Hamelmann, Internationale Jurisdiktionskonflikte und Vernetzungen transnationaler Rechtsregime – Die Entscheidungen des Panels und des Appellate Body der WTO in Sachen "Mexico – Tax Measures on Soft Drinks and Other Beverages" –, Juli 2006, ISBN (10) 3-86010-850-6, ISBN (13) 978-3-86010-850-5
- Heft 59 Torje Sunde, Möglichkeiten und Grenzen innerstaatlicher Regulierung nach Art. VI GATS, Juli 2006, ISBN (10) 3-86010-849-2, ISBN (13) 978-3-86010-849-9
- Heft 60 Kay Wissenbach, Schadenersatzklagen gegen Kartellmitglieder – Offene Fragen nach der 7. Novellierung des GWB, August 2006, ISBN (10) 3-86010-852-2, ISBN (13) 978-3-86010-852-9
- Heft 61 Sebastian Wolf, Welthandelsrechtliche Rahmenbedingungen für die Liberalisierung ausländischer Direktinvestitionen – Multilaterale Investitionsverhandlungen oder Rückbesinnung auf bestehende Investitionsregelungen im Rahmen der WTO?, September 2006, ISBN (10) 3-86010-860-3, ISBN (13) 978-3-86010-860-4
- Heft 62 Daniel Kirmse, Cross-Border Delisting – Der Börsenrückzug deutscher Aktiengesellschaften mit Zweitnotierungen an ausländischen Handelsplätzen, Oktober 2006, ISBN (10) 3-86010-861-1, ISBN (13) 978-3-86010-861-1
- Heft 63 Karoline Kampermann, Aktuelle Entwicklungen im internationalen Investitionsschutzrecht mit Blick auf die staatliche Steuersouveränität, Dezember 2006, ISBN (10) 3-86010-879-4, ISBN (13) 978-3-86010-879-6
- Heft 64 Maria Pätz, Die Auswirkungen der Zinsrichtlinie innerhalb der EU und im Verhältnis zur Schweiz, April 2007, ISBN 978-3-86010-904-5

- Heft 65 Norman Hölzel, Kartellrechtlicher Individualrechtsschutz im Umbruch – Neue Impulse durch Grünbuch und *Zementkartell*, Mai 2007, ISBN 978-3-86010-903-8
- Heft 66 Karsten Nowrot, Netzwerke im Transnationalen Wirtschaftsrecht und Rechtsdogmatik, Mai 2007, ISBN 978-3-86010-908-3
- Heft 67 Marzena Przewlocka, Die rechtliche Regelung von Directors’ Dealings in Deutschland und Polen – unter Berücksichtigung der Neuerungen durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz –, Juni 2007, ISBN 978-3-86010-909-0
- Heft 68 Steffen Fritzsche, Open Skies EU-USA – an extraordinary achievement!? August 2007, ISBN 978-3-86010-933-5
- Heft 69 Günter Hirsch, Internationalisierung und Europäisierung des Privatrechts, September 2007, ISBN 978-3-86010-922-9
- Heft 70 Karsten Nowrot, The Relationship between National Legal Regulations and CSR Instruments: Complementary or Exclusionary Approaches to Good Corporate Citizenship? Oktober 2007, ISBN 978-3-86010-945-8
- Heft 71 Martin Brenncke, Is “fair use” an option for U.K. copyright legislation? November 2007, ISBN 978-3-86010-963-2
- Heft 72 Rainer Bierwagen, Das Grünbuch der Europäischen Kommission zu den handelspolitischen Schutzinstrumenten der EG – ein Meilenstein in der Reformdebatte? November 2007, ISBN 978-3-86010-966-3
- Heft 73 Murad L. Wisniewski, Employee involvement in multinational corporations – A European perspective, Februar 2008, ISBN 978-3-86010-996-0
- Heft 74 Christian Tietje/Karsten Nowrot/Clemens Wackernagel, Once and Forever? The Legal Effects of a Denunciation of ICSID, March 2008, ISBN 978-3-86829-011-0
- Heft 75 Christian Tietje/Bernhard Kluttig, Beschränkungen ausländischer Unternehmensbeteiligungen und –übernahmen – Zur Rechtslage in den USA, Großbritannien, Frankreich und Italien, Mai 2008, ISBN 978-3-86829-035-6
- Heft 76 Daniel Scharf, Die Kapitalverkehrsfreiheit gegenüber Drittstaaten, Juni 2008, ISBN 978-3-86829-048-6
- Heft 77 Martina Franke, Chinas Währungspolitik in der Kritik des US-amerikanischen und des internationalen Wirtschaftsrechts, August 2008, ISBN 978-3-86829-069-1
- Heft 78 Christian Tietje, The Applicability of the Energy Charter Treaty in ICSID Arbitration of EU Nationals vs. EU Member States, September 2008, ISBN 978-3-86829-071-4

- Heft 79 Martin Brenncke, The EU Roaming Regulation and its non-compliance with Article 95 EC, October 2008, ISBN 978-3-86829-078-3
- Heft 80 Katharina Winzer, Der Umzug einer GmbH in Europa – Betrachtungen im Lichte der Rechtsprechung des EuGH sowie der aktuellen Gesetzgebung, November 2008, ISBN 978-3-86829-083-7
- Heft 81 Jürgen Bering, Die rechtliche Behandlung von ‚Briefkastenfirmen‘ nach Art. 17 ECT und im allgemeinen internationalen Investitionsschutzrecht, Dezember 2008, ISBN 978-3-86829-101-8
- Heft 82 Clemens Wackernagel, Das Verhältnis von treaty und contract claims in der internationalen Investitionsschiedsgerichtsbarkeit, Januar 2009, ISBN 978-3-86829-103-2
- Heft 83 Christian Tietje, Die Außenwirtschaftsverfassung der EU nach dem Vertrag von Lissabon, Januar 2009, ISBN 978-3-86829-105-6
- Heft 84 Martina Franke, Historische und aktuelle Lösungsansätze zur Rohstoffversorgungssicherheit, Februar 2009, ISBN 978-3-86829-127-8
- Heft 85 Hans Tietmeyer, Währungs- und Finanzmarktstabilität als Aufgabe – Rückblick und Perspektiven, März 2009, ISBN 978-3-86829-119-3