

Sendesperrfrist: 28. Januar 2000, 11.00 Uhr

Deutsche
Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident der Deutschen Bundesbank

Euro/Yen/Dollar: Managing a tripolar world

Rede

**anlässlich des Annual Meeting 2000
des World Economic Forum**

in Davos

am 28. Januar 2000

I

„Managing a tripolar world“- darunter verstand man lange Zeit das Management der Wechselkurse zwischen den Währungen der damaligen Triade: US- Dollar, Yen und D-Mark.

Immer wieder ging es darum, ob die aktuellen Wechselkurse zwischen diesen drei Währungen angemessen sind und wie ihre Entwicklung stabilisiert werden könnte. So erlebte der Außenwert des US-Dollar in den achtziger Jahren gewaltige Umbewertungen an den Devisenmärkten. Nach einer langen Phase des amerikanischen neglect führte dies zu den Vereinbarungen von Plaza (1985) und Louvre (1987) – mit teils positiven, teils problematischen Ergebnissen. Und auch in den neunziger Jahren spielte das Thema in den Diskussionen immer wieder einen Rolle, so z. B. bei der Dollarabwertung von 1995.

Manche befürchten nun, daß es mit der Etablierung der neuen Triade „Dollar/Euro/Yen“ zu einem Rückschritt bei der internationalen Kooperation kommen könne. Jedenfalls hört man gelegentlich die Sorge, die EZB könne gegenüber dem Außenwert des Euro eine Haltung des benign neglect oder gar des malign neglect einnehmen.

Richtig ist, daß die EZB im Falle des Konflikts der internen Stabilität Vorrang geben muß. Das hat aber auch die Bundesbank stets so gemacht. Das ist insofern nichts Neues.

Aber in Europa haben wir noch nicht die amerikanische Souveränität erreicht. So ist in den USA „ein Dollar immer nur ein Dollar“. In Europa sorgt sich manch einer dagegen, daß „ein Euro ein Dollar“ werden könne, obwohl dies angesichts des erheblichen Aufwertungspotentials des Euros sehr unwahrscheinlich ist.

Einen neglect im Sinne von: „Der Wechselkurs interessiert nicht“ gibt es in der europäischen Geldpolitik nicht. Das widerspricht der Strategie der EZB. In dieser Zwei-Säulen-Strategie mit der Geldmenge auf der einen und einer Vielzahl von Inflationsindikatoren auf der anderen Seite gehört der Wechselkurs zu den Größen, welche die Europäische Zentralbank sehr genau beobachtet und die bei der Beurteilung der Preisperspektiven eine gewichtige Rolle spielen. Insofern gibt es also keinen neglect. Im übrigen: Unter den kritischen Augen der heutigen internationalen Finanzmärkte kann keine Notenbank der Welt die Wechselkursentwicklung vernachlässigen.

Etwas anderes ist die über die heutige problemorientierte Kooperation in den internationalen Gremien hinausgehende Kooperation wie sie Vorschläge eines stärker formalisierten

Wechselkursregimes, etwa in der Form von Zielzonen, anstreben.

Diese Vorschläge sind Trockenübungen geblieben und ich vermute, sie bleiben es auch. Denn unter den heutigen Bedingungen deregulierter Finanzmärkte und freien Kapitalverkehrs gibt es nur drei Wege, wie solche System überhaupt funktionieren können.

- Entweder gibt es zwischen den Partnern bereits eine hohe realwirtschaftliche und stabilitätspolitische Konvergenz, so daß die Paritäten organisch, also quasi „von allein“ halten. Diese Konvergenz hat es selten über längere Zeiträume in der Triade gegeben. Derzeit treten auch eher die strukturellen Unterschiede zwischen Amerika, Japan und Kontinentaleuropa hervor.
- Oder die Länder sind anderenfalls bereit, schnell, möglichst geräuschlos und vorausschauend Paritäten zu ändern. Allerdings, die Erfahrung zeigt: Solche Systeme neigen zu einem „too little, too late“.
- Die dritte Möglichkeit besteht darin, andere interne wirtschaftspolitische Ziele praktisch vollständig dem Wechselkurs unterzuordnen. Aber das macht wohl nur bei einem kleinen Land mit einer hohen

Außenverflechtung Sinn, wenn eine Disziplinierung
der Politik durch eine Außenbindung erwünscht ist.

Nichts von alledem macht jedoch heute ein stärkeres
exchange rate management in the tripolar world realistisch.

II

Managing a tripolar world; das Thema hat noch eine andere
Seite.

Es geht auch um die Währungspolitik derjenigen Länder, die
keinem der drei Pole angehören, die ihr Verhältnis zu den
drei Polen aber irgendwie definieren müssen.

Was die europäischen Länder betrifft, so sind einige Länder
gegenwärtig dabei, ihre Position gegenüber der
Währungsunion zu überprüfen oder erzielen bei der
Konvergenz beachtliche Fortschritte wie Griechenland, das
vor kurzem ein geräuschloses Realignment durchführen
konnte.

Beim EU-Gipfel in Helsinki sind zudem wichtige
Vorentscheidungen für eine Erweiterung der EU gefallen. Ich
gehe davon aus, daß die Länder sich langfristig
währungspolitisch am Euro orientieren werden. Mit dem EU-
Beitritt werden sie jedenfalls automatisch „Mitgliedstaaten für

die eine Ausnahmeregelung gilt“, wie der Maastricht-Vertrag diejenigen EU-Länder nennt, die noch nicht Teilnehmer der Währungsunion sind.

Ihre Position in der Währungstriade definieren, das müssen auch die emerging countries. Welche Art von Wechselkursbindung wollen sie eingehen? Sollen sie flexible Kurse, oder feste, aber anpassungsfähige Wechselkurse anstreben? Oder sollen sie einen currency board einführen?

Manche Länder diskutieren ja sogar, ob man die eigene Währung ganz abschaffen soll. Das ist eine Entscheidung, die allerdings wohl überlegt sein will. Denn mit dem Verzicht auf die eigene Währung verliert die nationale Wirtschaftspolitik zwei Handlungsoptionen: den Wechselkurs und die Geldpolitik. Die Frage, an welcher Währung sie sich orientieren, ist dagegen wohl eher zweitrangig und wird überwiegend durch die Handelsströme bestimmt.

Viele emerging countries haben dabei die Erfahrung machen müssen, daß im heutigen Kontext Währungsfragen nicht mehr zu trennen sind von Themen wie die Funktionsfähigkeit der globalen Finanzmärkte oder die Solidität des nationalen Bankensystems. Asien-, Lateinamerika- und Rußlandkrise haben gezeigt: Die Wechselkurspolitik war vielfach zu rigide:

- Sie hat der internen Geldpolitik die Hände gebunden, um die Liquidität ausreichend zu begrenzen.
- Und die scheinbare Wechselkursgarantie gegenüber dem Dollar hat Inländer geradezu ermutigt, sich in US-Dollar zu verschulden.

Diese Erfahrungen muß man schon bedenken, wenn emerging countries versuchen, ihre Währungen an einen der Pole zu binden. Eine Währungsanbindung kann durchaus helfen, das Standing des Landes an den Weltfinanzmärkten zu verbessern. Sie können auch helfen, Disziplin nach innen durchzusetzen. Das kann Glaubwürdigkeit bringen. Aber solche Bindungen haben dort ihre Grenzen, wo sich in Phasen der Ruhe, Ungleichgewichte aufbauen, die nicht angemessen korrigiert werden.

Auch ein currency board hat seine Grenzen. Er kann dazu führen, daß - zumindest temporär - eine Kontraktion der inländischen Geldmenge notwendig wird, mit entsprechend hohen Zinsen. Um das durchzustehen, braucht ein Land schon einen soliden Finanzsektor und eine hinreichende realwirtschaftliche Flexibilität.

III

Für das Management in einer tripolaren Währungswelt gibt es also keine Patentrezepte.

Euro, Dollar und Yen stehen in einem produktiven Wettbewerb. Von diesem Wettbewerb kann das Weltwährungssystem insgesamt profitieren. Förderlich für einen produktiven Wettbewerb sind drei Bedingungen:

- Erstens, eine hohe Gemeinsamkeit in der Stabilitätsorientierung der Geldpolitik;
- Zweitens, weitere nachhaltige Fortschritte beim Konsolidieren der öffentlichen Haushalte - insbesondere in Europa;
- Drittens, die Währungsgebiete müssen ihre wirtschaftlichen Herausforderungen bestehen.

Die USA müssen bestätigen, daß die hohe Schuldnerposition durch ihre Dynamik, ihr Innovationspotential und ihre Effizienz gedeckt ist. In Europa gilt es, durch Strukturreformen die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern und die Arbeitslosigkeit zu verringern.

Japan muß das Vertrauen in seinen Finanzsektor wiederherstellen und die Voraussetzungen für einen sich selbst tragenden Aufschwung schaffen.

Ein produktiver Wettbewerb bedeutet keine Absage an mehr weltweite Kooperation mit dem Ziel, die Funktionsfähigkeit der globalen Finanzmärkte zu bewahren. Im Gegenteil, sie ist gerade auch in Zukunft sinnvoll und wünschenswert.

Wechselkurse sind aber nicht der eigentliche Aktionsparameter. Stabilere Wechselkurse sind vielmehr das Resultat gesunder Wirtschaftsentwicklung und stabilitätsorientierter Wirtschaftspolitik in den beteiligten Ländern.

* * *

Sendesperrfrist:
28. Februar 2000, 19:30 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Dr. Jürgen Stark

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

Von der D-Mark zum Euro

Chancen und Risiken des historischen Währungsprojekts

Vortrag beim Politischen Forum Ruhr e.V.

in Essen

am Montag, 28. Februar 2000

Meine Damen und Herren,

der Übergang in das neue Jahrtausend wurde von vielen benutzt, um einen Blick in die Zukunft zu wagen. Wie wird die Welt am Ende dieses Jahrhunderts oder gar am Ende dieses Jahrtausends aussehen? Natürlich kann niemand auf diese Fragen eine Antwort geben. Es gibt aber Entwicklungen, die mit hoher Wahrscheinlichkeit für die nächsten Jahrzehnte prägend sein werden. Dazu zählen m. E. die Fortschritte in der Informationstechnologie und die zunehmende Globalisierung der Märkte und des Wettbewerbs.

Die Auswirkungen der rasanten Entwicklungen in der Informationstechnologie und der Globalisierung finden nicht ungeteilten Beifall. Versuche aber, diese Entwicklungen aufzuhalten oder gar zurückzuschrauben, sind zum Scheitern verurteilt. So verglich der französische Ökonom Alain Minc die Bedeutung der Globalisierung für unsere Volkswirtschaften treffend mit der Bedeutung der Schwerkraft für die Physik. „Man kann nicht für oder gegen das Gesetz der Schwerkraft sein - man muß damit leben.“ Um bei der Globalisierung zu bleiben, ich bin davon überzeugt, daß wir *mit* ihr auch besser leben werden. Entscheidend ist, daß national die richtigen Antworten auf die zunehmende Integration unserer Volkswirtschaften gefunden werden.

Viele Europäer sehen in der Europäischen Währungsunion (EWU) die Antwort Europas auf die Globalisierung. Über die Vollendung des gemeinsamen Binnenmarkts und die Schaffung einer Währungsunion sollten die Wirtschaftskraft und -dynamik der Europäischen Union (EU) gestärkt werden, um sie für den intensiveren globalen Wettbewerb „fit“ zu machen.

Tatsächlich bietet die EWU diese Chance. Es wäre aber fatal zu glauben, daß alleine mit einer europäischen Geldpolitik diese Chance genutzt werden könnte. Damit die EWU erfolgreich ist, müssen die Finanzpolitik und die übrige Wirtschaftspolitik den Anforderungen, die die EWU stellt, Rechnung tragen. D. h. die EWU ist ein anspruchsvolles Regime, das von allen Beteiligten den Mut und die Bereitschaft zu Veränderungen verlangt.

I Welche Chancen bietet die Europäische Währungsunion?

Welche Chancen bietet nun die EWU? Der Vertrag über die Europäische Union muß sicher zunächst in seiner politischen Dimension gewürdigt werden. Die europäischen Völker haben im vergangenen Jahrhundert verheerende Konflikte untereinander ausgetragen. Es war daher eine historisch herausragende Leistung, daß nur zwölf Jahre nach Beendigung des Zweiten Weltkriegs 1957 die Römischen Verträge unterzeichnet wurden. Dies war ein Signal, daß sich die Geschichte nicht wiederholen sollte.

Seither wurde die europäische Integration - trotz zwischenzeitlicher Rückschläge - kontinuierlich vorangetrieben. Dabei stand die wirtschaftliche Zusammenarbeit im Vordergrund. Mit dem Maastricht-Vertrag von 1992 sollte die europäische Integration - wie es in der Präambel heißt - auf eine „neue Stufe“ gehoben werden. Es wurden drei Säulen vereinbart: neben der ersten Säule der intensiveren wirtschaftspolitischen Zusammenarbeit die zweite Säule der Gemeinsamen Außen- und Sicherheitspolitik und die dritte Säule der engeren Zusammenarbeit in den Bereichen Inneres und Justiz.

Im wirtschaftspolitischen Bereich sollte insbesondere durch die Vollen-dung des gemeinsamen Binnenmarkts und die Schaffung einer Währungsunion dauerhafter wirtschaftlicher und sozialer Fortschritt gefördert werden. Für die EWU ist dabei ausschlaggebend, daß sie

- das Wechselkursrisiko zwischen den beteiligten Ländern beseitigt und
- zu einer stärkeren Integration der Finanzmärkte führt.

Für ein stark exportorientiertes Land ist offensichtlich, welche Vorteile der Wegfall des Wechselkursrisikos bringt. Und Deutschland ist eine „Exportnation“: Die gesamtwirtschaftliche Exportquote - der Anteil der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) - beträgt knapp 30 %, d. h. jede dritte Mark - oder jeder dritte Euro - wird im Export verdient. Dabei gehen rund 42 % der deutschen Ausfuhren *in* die Euroländer und gut 43 % der deutschen *Einfuhren* kommen *aus* den Euroländern. Für fast die Hälfte der deutschen Ausfuhren und Einfuhren entfällt somit das Wechselkursrisiko. Ebenso profitieren die Direktinvestitionen in die Euroländer von der Währungsunion.

Ohne das Wechselkursrisiko können die Unternehmen sicherer planen und müssen weniger Kosten aufwenden, um sich gegen Risiken von Wechselkursänderungen abzusichern. Gleichzeitig steigt für Unternehmer und Verbraucher die Preistransparenz. Das verbessert die Marktzu-gangschancen und erhöht das Angebot.

Was die Finanzmärkte betrifft, so wird sich in der EWU mit gemeinsamer Geldpolitik und gemeinsamer Währung die Integration der nationalen Finanzmärkte zu einem einheitlichen europäischen Finanzmarkt intensivie-ren. Die Märkte werden breiter, tiefer und liquider. Damit sinken für die

Unternehmen die Finanzierungskosten, für die Anleger steigen die Anlagermöglichkeiten.

Am weitesten vorangeschritten ist bisher die Integration der Geldmärkte im Euroraum. Doch auch im Kapitalverkehr zeigt die EWU bereits Wirkung. So haben beispielsweise inländische Anleger 1999 eindeutig auf Euro lautende Wertpapiere bevorzugt.

Auch im Verhältnis zu Währungen außerhalb des Euroraums ist die Einführung des Euro nicht ohne Bedeutung. Der US-Dollar ist bisher als Transaktions-, Wertaufbewahrungs- und Recheneinheit die dominierende Währung. Allein aufgrund des Gewichts der Euroländer in der Weltwirtschaft dürfte der Euro aber mittel- bis langfristig als internationale Währung gegenüber dem US-Dollar an Bedeutung gewinnen. Solche strukturellen Veränderungen benötigen aber viel Zeit.

Offen ist bisher noch die Frage, ob die Einführung des Euro die Wechselkursschwankungen zwischen den großen Währungen US-Dollar, Euro und Yen verringert oder vergrößert. Unabhängig davon ist aber wahrscheinlich, daß die Kooperation zwischen den großen Währungsblöcken einfacher wird, wenn sich wirtschaftlich gleichgewichtigere Länder und Regionen gegenüberstehen.

Die internationale Rolle des Euro hängt mehr als vom wirtschaftlichen Gewicht des Euroraums von seiner Stabilität ab. Sie ist auch Voraussetzung dafür, daß die EWU Wachstum und Beschäftigung fördern kann. Für die Stabilität ist zunächst die Geldpolitik verantwortlich. Doch auch eine stabilitätsorientierte Geldpolitik wird auf Dauer nur erfolgreich sein,

wenn sie durch die übrige Wirtschaftspolitik - insbesondere die Finanzpolitik - und die Sozialpartner unterstützt wird.

II Die Anforderungen an die Geldpolitik

Lassen Sie mich nun die Anforderungen erläutern, die an die Geldpolitik selbst gestellt werden. Am 1. Januar 1999 haben elf EU-Länder die Verantwortung für die Geldpolitik auf das Eurosystem übertragen, das aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den elf nationalen Zentralbanken besteht, die den Euro eingeführt haben. Die geldpolitischen Entscheidungen werden durch den EZB-Rat getroffen. Ausgeführt werden die Beschlüsse dann durch die EZB und die nationalen Zentralbanken.

Mit der Übertragung der geldpolitischen Verantwortung auf das Eurosystem haben die Euroländer auf einen wesentlichen Teil ihrer nationalen Souveränität verzichtet.

Gerade für Deutschland war dieser Verlust offensichtlich. Denn die D-Mark war nach dem Krieg innerhalb weniger Jahre zu einer stabilen Währung geworden. Sie hatte das Vertrauen der Bevölkerung. Sie wurde zum Symbol des wirtschaftlichen Aufschwungs in Deutschland und damit für viele zum nationalen Symbol. Aufgrund ihrer Stabilität fiel ihr innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) die Rolle der Ankerwährung zu, und auch international erlangte die D-Mark eine Anerkennung, die über die Wirtschaftskraft Deutschlands hinausging.

Ich möchte dennoch im Zusammenhang mit der Einführung des Euro nicht vom Verlust der D-Mark sprechen. Denn die Werte, für die die D-Mark steht - insbesondere die Währungsstabilität - wurden in die EWU

eingebracht. Zentrale Elemente der deutschen Währungsordnung - allen voran die Unabhängigkeit der Notenbank und die Verpflichtung der Geldpolitik auf das alleinige Ziel der Preisstabilität - wurden völkerrechtlich verbindlich im Maastricht-Vertrag und in den EZB-Statuten verankert. Der Bundesbankpräsident hat Sitz und Stimme im EZB-Rat und die Bundesbank wirkt im Rahmen der Ausschüsse des Eurosystems an der Vorbereitung der geldpolitischen Entscheidungen mit.

Auch die geldpolitische Strategie und das geldpolitische Instrumentarium knüpfen an die erfolgreiche Politik der Bundesbank und anderer Euroländer an. Im geldpolitischen Bereich wurden somit die institutionellen Voraussetzungen für eine stabile Währung geschaffen. Diesen Rahmen müssen die geldpolitisch Verantwortlichen nutzen.

Die Aufgaben, die im ersten Jahr des Euro bewältigt werden mußten, waren gewaltig. Ich möchte das nur an zwei Beispielen verdeutlichen. Zu Beginn der EWU war die Unsicherheit darüber groß, wie sich die Geldmenge M 3, ein wesentlicher Indikator für die Geldpolitik, entwickeln würde. Denn die Schaffung der EWU stellte einen Strukturbruch dar, dessen Auswirkungen auf das Verhalten der Geldmenge man nicht absehen konnte. Ein weiterer wichtiger Punkt war, daß die geldpolitischen Entscheidungen künftig nicht mehr an einem einzelnen Land ausgerichtet werden durften, sondern es müssen die Bedingungen des Euroraums insgesamt zugrunde gelegt werden. Die Warnungen und Befürchtungen die hier - in beiden Punkten - von mancher Seite im Vorfeld der Währungsunion geäußert wurden, haben sich nicht bestätigt.

Das Eurosystem hat eine geldpolitische Strategie und ein geldpolitisches Instrumentarium entwickelt, die auf die Besonderheiten der Lage im Eu-

roraum zugeschnitten sind und die gleichzeitig das erforderliche Maß an Kontinuität wahren. Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems steht auf zwei Säulen: dem Wachstum der Geldmenge M 3 und den Inflationsaussichten. Im Mittelpunkt des geldpolitischen Instrumentariums stehen die Offenmarktgeschäfte. Der Übergang auf das neue Regime ist sowohl seitens des Eurosystems als auch der Marktteilnehmer gut gelungen.

Insgesamt sind die bisherigen Erfahrungen mit der Geldpolitik des Eurosystems positiv. Das Eurosystem hat im vergangenen Jahr eine für viele Beobachter erstaunliche Stabilität erreicht. Die Inflationsrate lag 1999 im Durchschnitt bei etwas über 1 %. Sie lag damit innerhalb der vom EZB-Rat vorgegebenen Definition von Preisstabilität, nämlich einer Inflationsrate von mittelfristig unter 2 %. Gleichzeitig waren die kurz- und langfristigen Zinsen nominal und real historisch niedrig.

Zwar ist der bisherige stabilitätspolitische Erfolg wegen der langen zeitlichen Verzögerungen zwischen den geldpolitischen Impulsen und ihren Wirkungen vor allem den Geldpolitiken der nationalen Zentralbanken des Euroraums zuzurechnen. Doch das Eurosystem hat auf der Basis seiner geldpolitischen Strategie im vergangenen und laufenden Jahr bereits wichtige geldpolitische Entscheidungen zur Sicherung der Preisstabilität getroffen.

Auch die Befürchtung, im EZB-Rat würden nationale Interessen dominieren, hat sich nicht bewahrheitet. Im Gegenteil, der EZB-Rat hat gezeigt, daß er bei seinen geldpolitischen Entscheidungen den gesamten Euroraum im Blick hat. Damit haben die EZB-Ratsmitglieder die gewünschte

Entpolitisierung des Geldes akzeptiert. Dies war auf der politischen Ebene noch nicht immer der Fall.

Dies führt mich zu einem prominenten Kritikpunkt am Eurosystem und der EZB. Stichwort Transparenz. Insbesondere in der angelsächsischen Presse und der akademischen Welt wird wiederholt die Veröffentlichung der Protokolle des EZB-Rats gefordert. In jüngster Zeit ist der Vorwurf hinzugekommen, die geldpolitische Strategie des Eurosystems biete zu viel diskretionären Handlungsspielraum, die Entscheidungen des EZB-Rats seien damit nicht hinreichend vorhersehbar.

Ich kann diesem Vorwurf nicht zustimmen. Wie gesagt, bei der Wahl der geldpolitischen Strategie wurde ein hohes Maß an Kontinuität gewahrt und den besonderen Umständen des neuen Regimes und den damit verbundenen Strukturveränderungen Rechnung getragen. Interessant finde ich in diesem Zusammenhang übrigens, daß in den USA mittlerweile in akademischen Kreisen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems Vorbildcharakter auch für die amerikanische Geldpolitik eingeräumt wird.

Auch der Forderung nach einer Veröffentlichung des Abstimmungsverhaltens im EZB-Rat - und darum geht es bei der Forderung nach einer Veröffentlichung der Protokolle - kann ich nichts abgewinnen. Dem vermeintlichen Transparenzgewinn würde die Gefahr einer *Renationalisierung* der Geldpolitik gegenüberstehen.

Die im Maastricht-Vertrag und in den EZB-Statuten getroffenen Regelungen halten den Anforderungen an die Transparenz stand. Ich kann hier keine Defizite erkennen, auch nicht im Vergleich mit anderen mo-

netären Systemen. Im übrigen sollten auch die Kritiker die vertraglichen Vereinbarungen zu den Berichtspflichten der EZB akzeptieren.

Im Mittelpunkt der öffentlichen Diskussion in Deutschland steht der Außenwert des Euro. Der Euro hat ein starkes Potential und eine nachhaltige Stärkung der Wirtschaft wird mit einer starken Währung einhergehen. Diesen Worten des Präsidenten der EZB, Wim Duisenberg, ist kaum etwas hinzuzufügen. Ich möchte nur auf zwei Punkte hinweisen:

- Zum einen waren bei der Einführung des Euro insbesondere in der Politik die Erwartungen hinsichtlich des Außenwerts der neuen gemeinsamen Währung überhöht.
- Zum anderen hing die Entwicklung des Außenwerts des Euro im vergangenen Jahr im wesentlichen mit der unterschiedlichen konjunkturrellen Entwicklung in den Euroländern, den USA und Japan und den damit verbundenen unterschiedlichen Zinserwartungen und Zinsentwicklungen zusammen. Hinzu kam das teilweise fehlende Vertrauen in die wirtschaftliche Dynamik in den größten Volkswirtschaften des Euroraums.

Das Eurosystem hat kein Wechselkursziel. Der Außenwert des Euro wird auch nicht vernachlässigt. Der Wechselkurs ist einer in einer Reihe von Indikatoren für die Inflationsaussichten, d. h. der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems. Insofern wird der EZB-Rat die Entwicklung des Außenwerts des Euro wie alle anderen Indikatoren aufmerksam beobachten. Zudem möchte ich betonen, daß das Eurosystem seinen wichtigsten Beitrag für einen nach außen stabilen Euro leistet, indem es nach *innen* für einen dauerhaft stabilen Wert sorgt. Darüber hinaus müssen vor allem die nationalen Wirtschaftspolitiken dafür

Sorge tragen, daß die Märkte Vertrauen in die nachhaltige Wirtschaftskraft des Euroraums haben.

Die Stabilität der Währung zu sichern ist eine Daueraufgabe. In der Geldpolitik ist der richtige Rahmen gesteckt. Wichtig ist dabei aber auch, daß die EZB und die nationalen Notenbanken einzeln und in ihrer Gesamtheit ein effizientes System darstellen. Auch die Deutsche Bundesbank muß - und wird - hier Anpassungen vornehmen.

Die Rolle der Bundesbank und ihre Aufgaben haben sich mit der Etablierung des Eurosystems und der EZB verändert. Wir haben uns bereits in vielen Bereichen an das neue System angepaßt. Als integraler Bestandteil des Eurosystems muß die Bundesbank auch künftig wesentliche Aufgaben erfüllen, etwa bei der Refinanzierung des Bankensystems und im Zahlungsverkehr. Darüber hinaus ist sie an der Vorbereitung der geldpolitischen Beschlüsse beteiligt und berät den im EZB-Rat vertretenen Bundesbankpräsidenten. Damit wirkt sie entscheidend an der Wächterrolle mit, die seit dem 1. Januar 1999 das Eurosystem und die EZB für den Euro übernommen haben.

Diese Rolle kann die Bundesbank wirksam nur wahrnehmen, wenn sie sich dem durch die Währungsunion vorgegebenen Handlungsrahmen weiter anpaßt und sich einer umfassenden Strukturreform unterzieht. Was nötig ist, ist eine schlagkräftige, effiziente Institution des Bundes. Nur so können wir in Frankfurt durch unseren Beitrag im Eurosystem das Erbe der D-Mark wahren. Wir als Zentralbank der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets, arbeiten mit unserer gesamten Reputation daran mit, dieses historische „Projekt Euro“ zu einem dauerhaften Erfolg zu machen, indem wir unsere Kultur, unsere Kompetenz und unsere Erfahrung in das Euro-

päische System der Zentralbanken (ESZB) einbringen. Um dies überzeugend tun zu können, muß die Bundesbank auch nahe am Markt im operativen Geschäft verankert bleiben. Die Deutsche Bundesbank wird auch weiterhin im ESZB insbesondere für die deutsche Bevölkerung ein Stabilitäts- und Vertrauensanker sein und bleiben müssen. Im Interesse der Stabilität des Euro muß die Bundesbank auch im neuen Umfeld ihrer Verpflichtung als stabilitätspolitischer Wächter und Mahner gegenüber der Öffentlichkeit nachkommen. Es darf nicht darum gehen, die Bundesbank - aus welchen Gründen auch immer - „schwächen“ oder „zerlegen“ zu wollen. Es liegt im vitalen deutschen Interesse, die Handlungsfähigkeit der Bundesbank zu stärken, indem wir unsere Strukturen straffen.

III Anforderungen an die Finanzpolitik

Im Gegensatz zur Geldpolitik bleibt die übrige Wirtschaftspolitik weitgehend in nationaler Verantwortung. Um die Geldpolitik zu unterstützen und sie nicht zu unterlaufen, wurde im Maastricht-Vertrag jedoch richtigerweise auch für die übrigen Bereiche der Wirtschaftspolitik ein Rahmen vorgegeben.

Eine unsolide Finanzpolitik mit hohen und steigenden Defizit- und Schuldenquoten würde die Stabilitätsorientierung der Geldpolitik auf Dauer gefährden. Das wesentliche Instrument um die nationalen Finanzpolitiken auf die Erfordernisse der Währungsunion auszurichten, ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt. Er verlangt, daß die öffentlichen Haushalte mittelfristig ausgeglichen oder im Überschuß sind. Nur im Falle einer Rezession darf das Haushaltsdefizit die Marke von 3 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) überschreiten.

Im Vorfeld der Währungsunion wurden zum Teil erhebliche Anstrengungen unternommen, um die öffentlichen Defizite unter den Wert von 3 % des BIP zu senken, und die öffentliche Verschuldung an die Marke von höchstens 60 % des BIP heranzuführen. Dies waren die fiskalischen „Eintrittsbedingungen“ oder Konvergenzkriterien der EWU. Danach hat der „Konsolidierungselan“ in einigen Mitgliedstaaten etwas nachgelassen. Das Eurosystem hat daher wiederholt zu ehrgeizigeren Maßnahmen aufgerufen.

Zwar soll die durchschnittliche Defizitquote für den Euroraum auf 1 % im laufenden Jahr sinken. Damit würde der Konsolidierungsprozeß deutlich fortgesetzt. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß

- die Verbesserung der öffentlichen Haushaltslage **1999** im wesentlichen aus höheren staatlichen Einnahmen resultierte. Die höheren Einnahmen standen wiederum u. a. im Zusammenhang mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, die 1999 günstiger war als nach den Finanzmarktkrisen 1997/98 erwartet;
- die Verbesserung der öffentlichen Haushaltslage *in diesem Jahr* wesentlich auf die verringerten Zinsausgaben zurückzuführen ist. Für die verringerten Zinsausgaben war wiederum weniger ein Rückgang der Schuldenquoten ausschlaggebend als die gesunkenen Durchschnittszinsen.

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum wird damit weiterhin in erster Linie durch die Konjunktur und das Zinsniveau beeinflußt.

Eine Fortsetzung der Konsolidierung der Haushalte, mit dem Ziel auch die *strukturellen* Defizite zu verringern, ist notwendig. Sie ist nicht nur ein Gebot der Währungsunion, sie liegt im ureigenen Interesse der Länder.

- Nur durch einen Abbau der strukturellen Defizite kann erreicht werden, daß die sogenannten „automatischen Stabilisatoren“ wieder wirken können.
- In den meisten Ländern Kontinentaleuropas muß zudem die gesamtwirtschaftliche Abgabenlast verringert werden, um die Wachstumskräfte zu stärken.
- Schließlich ist ein ausreichender Sicherheitsabstand zu der Obergrenze des Defizits von 3 % notwendig, um für die demographische Entwicklung, d. h. die zunehmende Alterung der Bevölkerung und die damit verbundenen finanziellen Herausforderungen für die Sozialversicherungssysteme, gewappnet zu sein.

In Deutschland wurden in der Haushalts- und Steuerpolitik im letzten Jahr wichtige Signale gesetzt.

Entscheidend für den Konsolidierungskurs ist, daß das Ausgabewachstum strikt begrenzt wird. Mit dem weitgehend umgesetzten Sparpaket der Bundesregierung vom Sommer letzten Jahres wurde hier ein wichtiger Schritt getan. Darüber hinaus hat sich die Bundesregierung auch in ihrem aktualisierten Stabilitätsprogramm verpflichtet, den Ausgabenzuwachs zu begrenzen und bis 2006 einen ausgeglichenen Bundeshaushalt zu erreichen.

Dieser Kurs, von dem eine Signalwirkung für den Rest des Eurogebietes ausgeht, verdient ausdrückliche Unterstützung. Während im Frühjahr 1999 teilweise noch die Sorge bestand, daß der Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht genügend „Biß“ haben könne, hat sich in den letzten Monaten gezeigt, daß er von den Teilnehmerländern ernst genommen wird. Die Wirksamkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts hängt dabei

entscheidend von der Frühwarnfunktion im Rahmen der Überwachung des finanzpolitischen Kurses der Mitgliedstaaten ab.

Die Ausgabendisziplin muß fortgesetzt werden. Dies ist nicht zuletzt erforderlich, um ausreichenden finanziellen Spielraum für die von der Bundesregierung angekündigten Steuererleichterungen zu schaffen. Die Steuersatzsenkungen im Rahmen des Gesetzentwurfs zur Steuerreform 2000, sind ausdrücklich zu begrüßen. Allerdings besteht zu einzelnen Elementen des Gesetzentwurfs noch Diskussionsbedarf. Um den Einkommensteuertarif längerfristig noch über die bis 2005 vorgesehenen Tarife hinaus zu senken, sollten auch bestehende Steuervergünstigungen abgebaut werden und die Steuerbemessungsgrundlage verbreitert werden. Die Grundsätze: einfaches Steuerrecht, Senkung der Steuersätze, weniger Ausnahmen gelten weiter.

Die dauerhafte Tragbarkeit der öffentlichen Finanzen wird entscheidend von der demographischen Entwicklung beeinflußt. Dabei ist Deutschland von dem gesellschaftlichen Alterungsprozeß besonders stark betroffen. Eine Entlastung der Rentenversicherung auf Kosten der Steuerzahler wird dauerhaft keine Lösung bringen. Die Belastungen werden so lediglich verlagert, nicht verringert. Notwendig ist eine grundlegende Strukturreform der gesetzlichen Alterssicherung, die auch zu einer angemessenen Lastenteilung zwischen den Generationen führt und die Belastung künftiger Generationen in Grenzen hält. Erste Ansätze hierzu sind in der geplanten Rentenstrukturreform der Bundesregierung erkennbar. Darüber hinaus müßte innerhalb des bestehenden Systems auch die Lebensarbeitszeit verlängert und insbesondere falsche Orientierungen wie „Rente mit 60“ vermieden werden. Schließlich muß - wie auch die Bun-

desregierung im Jahreswirtschaftsbericht 2000 anmerkt - mittelfristig das Umlageverfahren durch eine Kapitalvorsorge ergänzt werden.

IV Anforderungen an die übrige Wirtschaftspolitik

Anpassungen an das neue Umfeld sind nicht nur in der Finanzpolitik, sondern auch in der übrigen Wirtschaftspolitik nötig. Der Euro kann die strukturellen Probleme in Kontinentaleuropa nicht lösen, auch wenn das teilweise vor Beginn der EWU hier und da in Europa von politischer Seite so gesehen wurde.

Schmerzhafte Konsequenz aus diesen Strukturproblemen ist die hohe Arbeitslosigkeit. Sie lag zuletzt bei rund 9 ½ %. 1999 war nach wie vor fast jede zehnte Erwerbsperson ohne Arbeit. Im Durchschnitt ist es den Euroländern in den vergangenen Jahren nicht gelungen, dem gestiegenen Arbeitskräftepotential mehr Beschäftigungsmöglichkeiten entgegenzusetzen.

Die Währungsunion erhöht die Transparenz hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Regionen und Sektoren, und erzwingt insofern auch wirtschaftspolitische Anpassungen. So wurden in den letzten Jahren viele Staatsunternehmen privatisiert, einzelne Märkte dereguliert. Ich nenne als Stichworte die Telekommunikation und Energiewirtschaft. Auch die erwartete weitere Konjunkturverbesserung dürfte die Arbeitslosenquote verringern. Das allein reicht aber nicht aus.

Internationale Institutionen fordern seit Jahren die Politik in Kontinentaleuropa auf, die Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkte rascher fle-

xibler zu machen und die Sozialversicherungssysteme entschlossener zu reformieren.

Die USA und Großbritannien werden oft als Beispiele erfolgreicher Wirtschaftsreformen genannt. Aber auch ein Blick hinter die EWU-Durchschnittswerte auf die einzelnen Euroländer ist nützlich. So weisen viele kleinere Euroländer durchaus beachtliche beschäftigungspolitische Erfolge auf. Gemeinsam ist diesen Ländern, daß insbesondere im Dienstleistungssektor neue Beschäftigungsmöglichkeiten geschaffen wurden. Außerdem haben sich dort die Tarifpartner über einen langen Zeitraum an den gesamtwirtschaftlichen Notwendigkeiten orientiert und gleichzeitig die Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen berücksichtigt.

In jüngster Zeit hat die EU verstärkt Anstrengungen unternommen, das Arbeitsmarktproblem auf europäischer Ebene zu lösen. Zuletzt hat der Europäische Rat von Köln den Europäischen Beschäftigungspakt verabschiedet. Er soll zusammen mit dem dort ebenfalls eingeführten makroökonomischen Dialog helfen, die Arbeitslosenquoten zu senken.

Ein Austausch von Erfahrungen ist sicher immer nützlich. Aber es ist doch sehr fraglich, ob angesichts der national unterschiedlichen Arbeitslosenquoten und Arbeitsmarktstrukturen ein auf europäischer Ebene koordinierter Ansatz wirklich tragbare Lösungen erreichen kann. Die beschäftigungspolitisch erfolgreichen Euroländer haben jedenfalls eine unterschiedliche, auf die jeweilige spezielle Situation abgestimmte Wirtschafts-, Sozial- und Arbeitsmarktpolitik umgesetzt - und das bei einer gleichgerichteten Geldpolitik. Ein koordinierter Ansatz birgt demgegenüber m. E. sogar eher die Gefahr, daß Verantwortlichkeiten verwischt werden.

Letztlich ist zur Lösung des Arbeitslosenproblems und zur Lösung der strukturellen Probleme die jeweilige nationale Politik gefordert.

Kontinentaleuropa ist zu Veränderungen und Anpassungen fähig. So haben etwa die Unternehmen in den 90er Jahren einen tiefgreifenden Strukturwandel durchgemacht. Dafür dürfte nicht nur der zunehmende Wettbewerb innerhalb des Euroraums ausschlaggebend gewesen sein, sondern auch die Anforderungen der Globalisierung. Der Fall Vodafone/Mannesmann wurde von vielen nicht nur als Beginn einer „neuen Unternehmenskultur“ gesehen, sondern auch als Maß dafür, wie weit sich der Unternehmenssektor in Europa bereits geändert hat. In Deutschland wird die von der Bundesregierung angekündigte Befreiung der Beteiligungsveräußerungen von der Kapitalertragsteuer nach Meinung der meisten Kommentatoren den Wandel im Unternehmenssektor beschleunigen.

Entscheidend ist, daß die Wirtschaftspolitik die Rahmenbedingungen so gestaltet, daß sich das Wachstum nachhaltig festigt und der Wandel in den Unternehmen zur Schaffung von Arbeitsplätzen im Euroraum führt. Konsequente Strukturreformen würden nicht nur erheblich dazu beitragen, daß das Euro-Währungsgebiet für inländische Anleger attraktiv bleibt, sondern auch seine Attraktivität für ausländische Investoren fördern.

Wie gesagt, in Deutschland werden die geplanten Reformen in der Haushalts- und Steuerpolitik zu einer Verbesserung der Rahmenbedingungen beitragen. Weitere strukturelle Reformen einschließlich der Reform der Sozialversicherungssysteme - insbesondere der Alterssiche-

rung und der Gesundheitsvorsorge - müssen folgen. Unsere gesamten sozialen Sicherungssysteme gehören auf den Prüfstand. Das sog. „Europäische Sozialmodell“ darf nicht tabuisiert werden.

Anpassen müssen sich schließlich auch die Tarifpartner. Dies zeigt nicht zuletzt das Vorgehen in den arbeitsmarktpolitisch erfolgreichen Euroländern.

Die Löhne sind nach dem Wegfall der Wechselkurse ein zentraler Faktor für die Wettbewerbsfähigkeit. Grundsätzlich sollten sich die Reallöhne an der Produktivität ausrichten. Solange die Arbeitslosigkeit aber hoch ist, darf dieser Spielraum in Interesse derer, die Arbeit suchen, nicht ausgeschöpft werden. Regionale, branchen- und qualifikationsspezifische Unterschiede müssen bei der Lohnstruktur berücksichtigt werden. Schließlich müssen die Nominallöhne mit Preisstabilität vereinbar sein.

In den letzten Monaten war ein stärkerer und länger anhaltender Anstieg der Rohstoff- und Energiepreise zu beobachten. Der insgesamt für den Euroraum erwartete höhere Preisanstieg zu Beginn des Jahres dürfte aber vorübergehender Natur sein. Er darf daher nicht in den Lohnfindungsprozeß einfließen. Dies gilt auch für Deutschland. Auch hier wären mehrjährige moderate Lohnabschlüsse notwendig, um die Nachhaltigkeit des Wachstums zu sichern und die Arbeitslosigkeit zu verringern. Lohn erhöhungen in dem Umfang, wie in Deutschland gefordert, halte ich für ein falsches Signal für die deutsche Volkswirtschaft und für Europa.

Das Eurosystem hat klar gemacht, daß mit dem Stabilitätsziel inkonsistente Preissteigerungen nicht „finanziert“ werden. Da die geldpolitische Strategie mittelfristig angelegt ist, verlangt dies auch von den Marktteil-

nehmern und insbesondere von den Tarifpartnern eine zukunftsgerichtete Betrachtung, die kurzfristige Schwankungen und nicht-monetäre Einflüsse auf das Preisniveau unberücksichtigt lässt. Eine höhere Ölrechnung oder höhere indirekte Steuern bewirken einen Verteilungseffekt zugunsten des Auslands oder des Staates. Dieser Effekt ist hinzunehmen. Es sollte nicht versucht werden, die zusätzlichen Belastungen auf die Unternehmen abzuwälzen. Dies würde weitere Inflationsimpulse auslösen und die Beschäftigungschancen vermindern.

V Konjunkturelle Entwicklung

Die Bedingungen für eine fortgesetzte und z. T. intensivere Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und für Strukturreformen sind günstig. Die Anstrengungen hierfür dürfen nicht nachlassen.

Um das Wirtschaftswachstum im Euroraum zu festigen, bedarf es vor allem in den großen Volkswirtschaften verstärkter wirtschaftlicher Dynamik. Erste Anzeichen hierfür gibt es. So liegen die Schätzungen für die Entwicklung des realen BIP in Deutschland für das laufende Jahr zwischen 2,3 und 2,7 % sowie für 2001 zwischen 2,5 und 2,7 %. Insgesamt ist damit zu rechnen, daß die derzeitigen konjunkturellen „Nachzügler“ Deutschland und Italien in diesem Jahr merklich zum EWU-Durchschnitt aufschließen, während die bisher schon wachstumsstarken Länder ihr hohes Expansionstempo voraussichtlich halten werden.

Auch die monetären Bedingungen für weiteres, nachhaltiges Wachstum sind gut. Die Liquiditätsausstattung ist trotz der Zinserhöhungen des Eurosystems im vergangenen und zu Beginn dieses Jahres reichlich, die

Finanzierungsbedingungen sind weiterhin günstig. Die Geldpolitik ist weiterhin expansiv.

Inwieweit das Wachstum nachhaltig gestärkt und die Arbeitslosigkeit substanziell abgebaut werden kann, hängt allerdings - wie gesagt - vor allem von der Umsetzung der Strukturreformen und dem Verhalten der Tarifpartner ab. Eine gesunde Haushaltspolitik und eine nachhaltige Senkung der Steuerlast verbunden mit glaubwürdigen Strukturreformen und mehrjährigen moderaten Lohnabschlüssen schaffen klare Planungsperspektiven und Vertrauen für die Investoren. Entscheidend wird darüber hinaus sein, daß die notwendigen Veränderungen auch von der Bevölkerung getragen werden. D. h. letztlich muß jeder einzelne zu Veränderungen bereit sein.

VI Künftige Herausforderungen

Die Währungsunion wird hohe Anforderungen an die Geldpolitik, an die Finanz- und übrige Wirtschaftspolitik, an die Tarifpartner und an jeden einzelnen stellen. Es kommen weitere Herausforderungen hinzu. Nach dem Start der EWU in einem günstigen Umfeld steht die eigentliche Bewährungsprobe für die Politik und die EZB noch bevor.

In den kommenden Jahrzehnten wird der Beitritt von bis zu 13 Ländern Mittel- und Osteuropas zur EU zu bewältigen sein. Dies verlangt eine Reform der Institutionen. Eine EU der 28 kann nicht effizient nach den gleichen Verfahren arbeiten wie eine EU der 15. Die beginnende EU-Regierungskonferenz wird sich mit diesen Fragen beschäftigen und soll bis zum Ende dieses Jahres Lösungsvorschläge unterbreiten.

Der Wunsch der Beitrittsländer, möglichst bald der EU und möglicherweise auch der EWU beizutreten, ist verständlich. Vor zu hohen Erwartungen - insbesondere was die Währungsunion betrifft - kann aber nur gewarnt werden. Die EWU ist das Ergebnis eines langen Integrationsprozesses, insbesondere einer über Jahre reichenden wirtschaftlichen Konvergenz. Ein zeitlicher Rahmen für die weitere politische Integration der Beitrittsländer ist sicher wünschenswert. Der Eintritt in die EWU darf aber nicht übereilt erfolgen. Mit Blick auf das Vertrauen der Märkte in die EWU muß vor der Übernahme des Euro die Annahme des gesamten Besitzstandes („acquis communautaire“) der EU stehen. Und nicht zuletzt im Interesse der Beitrittsländer selbst darf die Anpassungsfähigkeit ihrer Volkswirtschaften nicht überfordert werden.

Klar ist: Die EU darf nicht an der deutsch-polnischen Grenze enden. Die Erweiterung ist politisch gewollt und notwendig. Im Zuge der Erweiterung ist die politische Integration aber klar von der wirtschaftlichen und monetären Integration zu trennen. Eine zu rasche monetäre Integration könnte, so sagen manche Experten, zu einer Destabilisierung der derzeitigen EU-15 führen.

Schließlich wird auch zunehmend die Frage nach der Vertiefung der Integration und der politischen Union gestellt. Wie soll sich der Integrationsprozeß weiter entwickeln? Wie soll die Union am Ende des Prozesses aussehen? Welches Maß an Harmonisierung benötigen wir? Dies sind Fragen, denen sich die Verantwortlichen zunehmend hinwenden müssen.

Im wirtschaftspolitischen Bereich wurde bereits in wesentlichen Bereichen ein hinreichendes Maß an Koordination etabliert. So sollte im Be-

reich der Fiskalpolitik und bei den Reformbemühungen, die auf eine Flexibilisierung der Arbeits-, Güter-, Dienstleistungs- und Kapitalmärkte abzielen, an den bestehenden Instrumenten und Mechanismen festgehalten werden. Eine darüber hinausgehende Zentralisierung und Harmonisierung halte ich hier für nicht erforderlich. Sie wäre in vielen Bereichen - beispielsweise der Lohnpolitik oder der Sozialpolitik - sogar schädlich. Auch eine ex-ante-Koordinierung der verschiedenen Politikbereiche einschließlich der Geldpolitik mit dem Ziel, einen im vorhinein abgestimmten „policy mix“ umzusetzen, ist abzulehnen. Weitere Fortschritte, aber nicht notwendigerweise eine Harmonisierung, wären dagegen wünschenswert bei der Etablierung einer steuerlichen Rahmenordnung, die einen europaweiten fairen Wettbewerb garantiert, und damit zur Vollendung des Binnenmarktes beiträgt.

Außerhalb der Wirtschaftspolitik gibt es sicher noch Ansatzpunkte für eine weitergehende politische Integration. Als Beispiel sind hier die gemeinsame Außen- und Sicherheitspolitik, die verstärkte Zusammenarbeit in der Innen- und Justizpolitik sowie auch die Umweltpolitik zu nennen.

Meine Damen und Herren, die EWU kann zu einem Katalysator für strukturelle Reformen und damit für inflationsfreies nachhaltiges Wachstum und den Abbau der Arbeitslosigkeit werden. Die Bedingungen sind günstig. In der nationalen Finanz-, Struktur- und Lohnpolitik müssen die Chancen ergriffen werden.

Von jedem einzelnen werden Veränderungen verlangt. Nicht jeder mag dies begrüßen. Der Wunsch nach Bewahrung des Erreichten ist verständlich, er darf aber nicht in eine „Tyrannei des Status quo“ münden. Der Staat muß dort, wo die Anpassungen zu sozialen Härten führen,

helfen. Das ist der Sinn der staatlichen Sicherungssysteme. Das umfaßt aber nicht die Wahrung jeglicher Besitzstände. Veränderungen sind die Voraussetzung für Wirtschaftswachstum, das ja kein Selbstzweck ist, sondern der Verbesserung des Lebensstandards dient. Wirtschaftswachstum ist letztlich ein Prozeß der Innovation und des wirtschaftlichen Wandels durch „schöpferische Zerstörung“, um Schumpeter zu zitieren. Der Wunsch und die Bereitschaft nach Veränderung sind damit Voraussetzung dafür, daß der gesellschaftliche Wohlstand wächst.

Mit dem Euro haben wir in Europa ein wahrhaft historisches Projekt auf den Weg gebracht, das wir zum Erfolg führen müssen und das unser Leben nachhaltig verändern wird. Der Euro zeigt Grenzen des nationalen souveränen Handelns auf. Aber noch bestehen in der Wirtschaftspolitik nationale Denk- und Verhaltensmuster fort. Nicht alle Verantwortlichen sind sich bewußt, daß jede wirtschaftspolitische Entscheidung, die national getroffen wird, in ihrer europäischen Dimension gesehen werden muß. Jede Entscheidung auf nationaler Ebene steht im Wettbewerb mit Entscheidungen in anderen Ländern des Eurogebietes. Das Wettbewerbsprinzip halte ich für den erfolgsversprechenderen Ansatz als eine weitgehende Harmonisierung in allen Bereichen.

Wir in der Deutschen Bundesbank sehen es als unsere vornehmste Aufgabe an, zur Stabilität des Euro beizutragen, ein starker Partner im ESZB zu sein und für die deutsche Bevölkerung Stabilitäts- und Vertrauensanker zu bleiben.

Sendesperrfrist: 13. März 2000, 17.00 Uhr

Deutsche
Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident der Deutschen Bundesbank

Rede

anlässlich des Wechsels im Amt des Präsidenten des
Bundesverbandes deutscher Banken

in Berlin

am 13. März 2000

Mein erstes Wort heute ist ein Wort des Dankes. Des Dankes an Sie, lieber Herr Kohlhaussen, für die vertrauensvolle Zusammenarbeit.

Die Qualität der Zusammenarbeit zwischen Bundesbank und den Verbänden wird natürlich auch durch die Personen an den Verbandsspitzen mitgeprägt.

Und hier macht es schon viel aus, wenn man - so wie wir in Ihnen, lieber Herr Kohlhaussen - einen ruhigen, sachlichen, überzeugenden, aber auch einen seine Interessen energisch vertretenden Partner als Gegenüber hat.

Die Zeitung „Die Welt“ hat Sie einmal mit einem „Kernkraftwerk“ verglichen. Ich weiß nicht, ob Sie das als Kompliment empfinden. Gewiss war es so gemeint. Da puffe nichts, da dampfe und knalle nichts, - heißt es - und doch stecke eine ungeheuere Energie dahinter. Auch Störfälle brächten Sie nicht aus der Fassung.

Ich habe jedenfalls den Eindruck, dass in den letzten drei Jahren eine ganze Menge bewegt worden ist - in beiderseitigem Interesse:

- dem der Banken und dem der Bundesbank,

- manches auf offener Bühne, manches eher hinter den Kulissen,
- sei es bei der Weiterentwicklung und Umsetzung der Bankenaufsicht,
- sei es bei der Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland,
- sei es im Rahmen des Debt Management für den Bund,
- oder sei es - last but not least - bei der Begleitung der Geldpolitik der letzten Jahre der D-Mark-Ära bzw. dem Übergang zum Euro.

Der BdB hat sich dabei immer wieder als ein Unterstützer einer stabilitätsgerechten Geldpolitik erwiesen. Hierfür danke ich Ihnen ganz besonders, lieber Herr Kohlhaussen.

Damit verbinde ich den Wunsch, dass dies auch in Zukunft - unter Ihrer Präsidentschaft, lieber Herr Heintzeler, - so sein wird, wenn es gilt, auch die ein oder andere unbequeme geldpolitische Entscheidung des EZB-Rates zu unterstützen.

II

Die Bundesbank hat sich immer für Lösungen eingesetzt, die Gefahren für die Stabilität der Währung und unseres Finanzsystems ebenso vermeiden sollten wie gravierende Wettbewerbsnachteile für die Banken.

Wenn die Bundesbank nicht jede Mode voll mitmacht, dann liegt dies nicht zuletzt daran, dass sie darin Gefahren für die Geldwertstabilität sieht. Natürlich findet diese Haltung nicht immer die Liebe der Kreditinstitute. Etwas anderes wäre auch verwunderlich. Es ist eben so - und das muss keineswegs einer guten Zusammenarbeit zwischen Kreditwirtschaft und Bundesbank im Wege stehen - , wie es Herr Kohlhaussen einmal gesagt hat:

„Es herrscht zwischen Kreditinstituten und der Zentralbank ein natürliches Spannungsfeld.“

Die Bundesbank hat sich aber den verständlichen Wünschen der Akteure an den Finanzmärkten nie grundsätzlich verschlossen. Im Ergebnis kam es meist zu Lösungen, die weder der Effizienz der Geldpolitik noch dem Finanzplatz abträglich waren.

Die Unterstützung der Politik der Bundesbank hing schließlich damit zusammen, dass stabiles Geld und ein stabiles Finanzsystem nicht Selbstzweck, sondern im Interesse aller Marktteilnehmer und natürlich der Bevölkerung sind.

Seit dem 1. Januar 1999 ist das Europäische System der Zentralbanken für die Wahrung der Stabilität des Euro

verantwortlich. Als Notenbank der größten Volkswirtschaft des Euroraums wirkt die Bundesbank als Teil des ESZB aber entscheidend an der Wächterrolle mit. Sie ist auch weiterhin für die Sicherung der Stabilität des Finanzsystems mit verantwortlich.

Die Bundesbank war und ist für die deutsche Bevölkerung ein Stabilitäts- und Vertrauensanker. In dem neuen Umfeld muss dazu ihre Struktur gestrafft werden. Straffung bedeutet aber keineswegs Zerschlagung. Die Bundesbank muss auch künftig nahe am Markt im operativen Geschäft verankert bleiben.

Das gilt es auch bei den Überlegungen zur Neuorganisation des Debt Management des Bundes zu berücksichtigen. Gerade in den letzten Jahren haben Bund und Bundesbank wesentliche Schritte eingeleitet, damit der deutsche Finanzplatz im globalen und europäischen Wettbewerb bestehen kann.

Die Rolle des Bundes als Benchmark-Emittent kommt schließlich nicht von ungefähr. Der Bund zahlt die niedrigsten Zinsen im Euroland. Das ist die Leistung aller am Schuldenmanagement Beteiligten.

Allerdings kann das Schuldenmanagement sicherlich noch verbessert werden. Dafür ist aber m.E. keine neue Agentur nötig.

Die Bundesbank verfügt über personelle und technische Kapazitäten mit vielfältigen Vernetzungen mit dem Zahlungsverkehr, der Kontoführung und dem Depotgeschäft.

Als Hausbank nimmt sie derzeit Beratungs-, Betreuungs- und Abwicklungsaufgaben wahr. Die größten Synergieeffekte ergeben sich daher m. E. aus einer stärkeren - nicht schwächeren - Einbindung der Bundesbank ins Schuldenmanagement.

Mit einer Agenturlösung hingegen würden weiter drei verschiedene Institutionen eingeschaltet sein; das neue Referat im Finanzministerium, die Agentur und eine depot- und kontoführende Bank.

Im Interesse eines optimalen Einbringens deutscher Positionen im Eurosystem sollte die Kompetenz der Bundesbank beim Schuldenmanagement erhalten und erweitert - nicht aber geshmälert - werden. Gute Geldpolitik braucht aus ständiger praktischer Erfahrung gewonnene Erkenntnisse über die Finanzmärkte.

Eine Notenbank gründet sich auf drei Säulen: Die Erste ist die Geldpolitik mit dem Ziel, die Stabilität des Geldwertes zu sichern. Die Zweite ist die Bankenaufsicht mit dem Ziel, die Stabilität des Finanzsektors zu gewährleisten. Und die Dritte ist der Zahlungsverkehr mit dem Ziel, für die reibungslose Abwicklung von Zahlungen zu sorgen.

Jeder dieser Aufgaben wächst durch die andere fachliche Kompetenz und politisches Ansehen zu. Wer eine herausnimmt, der schwächt das Ganze. Effizienzgewinne an einer Stelle müssen gegen Verluste für das gesamte System abgewogen werden.

Eine Neuorganisation der Bundesbank darf das hohe Ansehen und das Vertrauen nicht verspielen, das diese Institution in der Gesellschaft seit Jahrzehnten genießt. Schließlich geht es darum, dass Deutschland eine seiner ökonomischen Bedeutung adäquate Rolle im internationalen Kontext spielt. Dazu gehört auch eine starke Notenbank. Ihre Durchschlagskraft hängt von der Qualität ihrer Argumente und von einer starken Organisation mit großem Gewicht ab.

Die Erfahrung, Kompetenz und das hohe Ansehen der Bundesbank zu nutzen, das gilt es auch bei der Weiterentwicklung der Banken- und Finanzmarktaufsicht.

Ich weiß, dass die Banken ein natürliches Interesse an einer Aufsicht aus einer Hand haben. Aus Bankensicht erspart dies Arbeit und Kosten.

Synergie- und Effizienzgewinne können im Bankenaufsichtsbereich dann am besten realisiert werden, wenn die Aufsichtskompetenzen unter dem Dach der Bundesbank gebündelt werden.

Jede Notenbank hat eine natürliche Verantwortung für die Stabilität der Finanzmärkte. Unter den heutigen Bedingungen globaler Vernetzung tritt diese Verantwortung sogar noch deutlicher in den Vordergrund.

Neue Entwicklungen an den Finanzmärkten können Bedeutung und Dimensionen systemischer Risiken rasch verändern. Das gilt für neue Finanzprodukte und Techniken ebenso wie für Übernahmen und Fusionen. Ich erinnere hier nur an die Fusion zwischen Deutscher und Dresdner Bank, durch die ohne Zweifel ein Institut von besonderer Bedeutung entsteht.

Die heutige Vernetzung zeigt zudem den zum Teil sektorübergreifenden Charakter von Finanzmarktstabilität. Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht werden daher in Zukunft noch enger zusammenarbeiten müssen.

Ich halte daher ein nationales „Joint Forum“, in dem alle Aufsichtsbereiche kooperieren, für eine effiziente und rasch realisierbare Lösung.

Die Verantwortung der Notenbank für die Stabilität der Finanzmärkte beginnt schon bei der Krisenprävention und damit der Aufsicht, insbesondere über systemrelevante Player.

Die Bundesbank hat daher ein ureigenes Interesse an ständiger Beobachtung des Marktes.

Um die Systemstabilität zu gewährleisten, muss sie Krisensignale so früh wie möglich erkennen können. Sie braucht hierfür so früh wie möglich aufsichtliche Informationen über systemrelevante Einzelinstitute - und zwar aus eigener Anschauung.

An den heutigen vernetzten Finanzmärkten ist ein rasches Handeln der Aufsicht wichtig. Eine marktnahe Institution wie die Bundesbank kann dies sehr gut gewährleisten. Und Marktnähe ist natürlich auch wichtig, um aufsichtsrechtlich vertretbare, aber gleichzeitig marktkonforme Regelungen herbeizuführen.

Außerdem kann die „research“-Arbeit der Bundesbank wichtige Impulse für die Aufsicht geben. Das gilt vor allem für

den zunehmend wichtiger werdenden Bereich der makroprudentiellen Analyse.

Ein weiteres kommt hinzu: Die Bundesbank sorgt für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs und übt hier eine „oversight- Funktion“ aus. Dieser Bereich birgt durchaus beachtliche systemische Risiken für den Bankensektor. Werden die Überwachung des Zahlungsverkehrs und die Aufsicht in der Hand der Notenbank verzahnt, lassen sich hier Synergien nutzen.

Die Bundesbank verfügt im Übrigen auch über die notwendige Präsenz in der Fläche.

IV

Die deutsche Kreditwirtschaft kann sich im internationalen Vergleich durchaus sehen lassen. Denn sie hat sich nicht nur dem permanenten Wandel von Instrumenten, Techniken und Institutionen gestellt. Das deutsche Finanzsystem blieb auch von Krisen weit gehend verschont, weil es insgesamt solide Grundlagen und Strukturen hat.

Das hat sicherlich auch mit der dominierenden Stellung der Universalbanken im deutschen Finanzsystem zu tun. In Deutschland braucht niemand über die Aufhebung des

Trennbanksystems als ein Mittel der Modernisierung und Effizienzsteigerung zu diskutieren.

Auch in punkto Effizienz braucht sich die deutsche Kreditwirtschaft nicht zu verstecken. Das sage ich all denjenigen, die bisweilen meinen, die Sicherheit des deutschen Bankensystems werde mit einem weniger effizienten Einsatz von Kapital erkauft.

Über die Effizienz eines Kapitaleinsatzes entscheidet eben nicht allein die zu erzielende Rendite. Ebenso wichtig ist es, auf das Risiko zu achten.

Es mag durchaus Unterschiede in der Rentabilität der Finanzsektoren etwa der USA oder Deutschlands geben. Allein dies kann nicht als Ausdruck mangelnder Effizienz gewertet werden. Hierin kann sich ebenso gut eine unterschiedliche Prioritätensetzung widerspiegeln, also eine stärkere Betonung der Finanzsystem-Stabilität.

Auch in Zukunft kann und wird es trotz Globalisierung der Finanzmärkte durchaus unterschiedlich konzipierte Finanzsysteme geben. Dass das deutsche Finanzsystem wettbewerbsfähig ist und bleibt, das ist auch die Verantwortung der Verbände.

V

Und nun ist das auch Ihre persönliche Verantwortung an der Spitze des BdB, lieber Herr Heintzeler. Zu Ihrer Berufung zum Präsidenten des Bundesverbandes deutscher Banken gratuliere ich Ihnen von Herzen - auch im Namen der Kollegen im Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank.

Wir wünschen uns, dass Sie die vor Ihnen liegenden Aufgaben erfolgreich meistern. Wer die Kommentare in der Presse zu Ihrer Wahl liest, der ist sicher, dass Ihnen dies gelingt.

„Gedrängt“ hätten Sie sich nicht in das Amt - schreibt die Börsenzeitung - wohl aber „aufgedrängt“. Herr Heintzeler vereine auf sympathische Weise „Bodenständigkeit mit globalem Denken“, heißt es weiter. Ihr Kommunikationsstil sei - wie der von Herrn Kohlhaussen - ein Stil „der leisen Töne“.

Die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Amtszeit sind also gut.

Lieber Herr Kohlhaussen, lieber Herr Heintzeler, für die vor Ihnen liegende Zeit wünsche ich Ihnen beiden alles Gute.

* * *



Sendesperrfrist:
14.03.2000, 17.00

Deutsche Bundesbank

Dr. Jürgen Stark
Vizepräsident
der Deutschen Bundesbank

**Reform des internationalen Finanzsystems –
Wo stehen wir heute?**

Vortrag anlässlich der
Jahresversammlung der Gesellschaft für
Angewandte Wirtschaftsforschung
am 14. März 2000
in der Landeszentralbank
in Baden-Württemberg
(Stuttgart)
- *Es gilt das gesprochene Wort -*

I. Die Ausgangslage

1. Das Reformtempo

„Es wird nur geredet und nichts passiert.“ Dieses Urteil ist in öffentlichen Diskussionen über die internationale Finanzarchitektur gelegentlich zu hören. Oberflächlich mag dieser Eindruck nicht ganz falsch sein. Aber lassen Sie mich ein wenig hinter die Kulissen sehen. Positiv ist zunächst festzuhalten, daß heute niemand mehr von einer *neuen* internationalen Finanzarchitektur redet, sondern von einer *Stärkung* des internationalen Finanzsystems. Für das bisher relativ langsame Reformtempo gibt es durchaus - auch gute - Gründe:

- Zum einen ist in der „internationalen Finanzarchitektur“ nicht alles falsch, was über Jahrzehnte gewachsen ist. Zum anderen sollten Änderungen am System künftigen Bewährungsproben möglichst lange standhalten. Reformen müssen daher gründlich überdacht werden.
- Hinzu kommt, dass im IWF und in der Weltbank jeweils über 180 souveräne Länder Mitglieder sind. Die z. T. divergierenden Interessen dieser Länder erschweren einen schnellen Konsens.
- Nicht zuletzt gibt es technische Probleme. Soweit Reformen Änderungen internationaler Vereinbarungen und/oder nationaler Gesetze erfordern, kann der Umsetzungsprozess - vom

Beschluss bis zum Inkrafttreten neuer Bestimmungen - mehrere Jahre dauern.

2. Die Problemfelder

Dass Änderungen notwendig sind, bezweifelt niemand. Die jüngsten Währungskrisen in Südostasien, Rußland und Südamerika haben schwerwiegende Schwachstellen des internationalen Finanzsystems aufgedeckt. Lassen Sie mich hier nur die wichtigsten Punkte nennen:

- Schwächen in den Finanzsektoren und mangelnde Bankenaufsicht;
- Verfilzung von Staat und Privatsektor sowie Vetternwirtschaft;
- leichtsinnige Erzeugung falscher Erwartungen, z. B. durch nicht-durchhaltbare Wechselkursversprechen;
- systemwidrige Geld- und Fiskalpolitiken;
- Rettungserwartungen der Marktteilnehmer („bail-out“, „moral hazard“);
- mangelnde Information über die tatsächliche Lage (Transparenz);
- unzureichende Überwachung durch den IWF („surveillance“);
- aber auch Nichtbeachtung von Ratschlägen
- und manchmal mangelnde Kooperation der internationalen Finanzinstitutionen.

Dieser Mängelkatalog verdeutlicht, dass auch eine Krisenvermeidung und Krisenbekämpfung mehrgleisig angegangen werden muss.

3. Die Rolle der Wirtschaftspolitik

In der Diskussion um die Reform des internationalen Finanzsystems kommt ein Aspekt gelegentlich zu kurz: die Rolle der Wirtschaftspolitik und der Interdependenz zwischen Wirtschaftspolitik und Finanzarchitektur. Hier bestehen durchaus Wechselwirkungen:

- Zum einen kann ein solides ordnungspolitisches Rahmenwerk
 - insbesondere eine adäquate Aufsicht der Finanzsektoren -
 - riskante Strategien der Marktteilnehmer eingrenzen.
- Zum anderen können die wirtschaftspolitisch erforderlichen Entscheidungen - wenn es einen soliden Rückhalt mit systemimmanenter Sicherungen gibt - prinzipiell etwas mutiger und schneller getroffen werden.

Beide Aspekte sind gerade in den aufstrebenden Ländern besonders wichtig. Dies haben nicht zuletzt die jüngeren Währungskrisen in den Emerging Markets verdeutlicht:

- In der *Wechselkurspolitik* war die Situation bereits bei Ausbruch der Krisen so fest gefahren, dass jede Entscheidung problematisch war: Einerseits hätte ein Festhalten an den Kursen die Spannungen wohl noch gesteigert. Andererseits führte die schließlich unvermeidbare Freigabe der Wechselkurse unmittelbar zur Zahlungsunfähigkeit vieler kurzfristig in Fremdwährung belasteter Schuldner. In einem soliden Finanzsystem mit einer

effektiven Bankenaufsicht und adäquaten Bilanzregeln, wäre es vermutlich nicht so weit gekommen.

- Ähnliches gilt für die *Geld- und die Fiskalpolitik*. Bestimmte Regeln wie z. B. die Unabhängigkeit der Notenbank und die Einhaltung von Haushaltsgrundsätzen und Publizitätspflichten können politischen Einfluß auf die Geldpolitik und eine unangemessene Fiskalpolitik zumindest erschweren.
- Aus heutiger Sicht ist davon auszugehen, dass Krisen meistens durch eine verfehlte nationale Wirtschaftspolitik einschließlich mangelnder oder falscher ordnungspolitischer Rahmenbedingungen bedingt sind.
- Auch wenn letztlich nicht klar identifiziert werden kann, inwieweit Währungskrisen eher durch eine falsche Wirtschaftspolitik oder durch ein schwaches Finanzsystem ausgelöst werden, ist festzuhalten, dass die Finanzarchitektur durchaus „das schwächste Glied der Kette“ und in diesem Sinne eine Krisenursache sein kann.

4. Die wichtigsten Anliegen

Was sind vor diesem Hintergrund nun die zentralen Ansatzpunkte einer Reform des internationalen Finanzsystems? Hier sind vier Punkte zu nennen, mit denen ich mich im folgenden beschäftigen werde:

- *erstens* die Aufgaben und die Organisation von IWF und Weltbank;
- *zweitens* die Regeln für die akute Krisenbekämpfung, d. h. vor allem die Rolle des öffentlichen Sektors und des Privatsektors;
- *drittens* die Maßnahmen zur sonstigen Krisenvorbeugung durch den IWF einschließlich der „surveillance“
- und *schließlich* die Fragen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und des adäquaten Wechselkursregimes - auch wenn diese Fragen bereits im „Grenzbereich“ zwischen Finanzarchitektur und Wirtschaftspolitik liegen.

II. Aufgaben und institutioneller Rahmen

1. Die Aufgaben von IWF und Weltbank

Lassen Sie mich mit den Aufgaben und der Organisation von IWF und Weltbank beginnen. Hierüber muss grundsätzlich Klarheit geschaffen werden; alle weiteren Fragen lassen sich dann schneller und sicherer beantworten.

Als erstes ist eine konsensfähige Ausgangsbasis erforderlich. Dies ist allerdings schwer genug. Denn in der öffentlichen Diskussion werden nach wie vor auch von prominenter Seite teilweise extreme Standpunkte vertreten. Die „Abschaffung des IWF“ ist eine dieser Thesen.

Ein Minimalkonsens ist dennoch denkbar: Ziel aller Reformbemühungen sollte es meines Erachtens sein,

- die marktwirtschaftlichen Kräfte zur Sicherung makroökonomischer Stabilität zu nutzen, um Wachstum, Beschäftigung und weltwirtschaftliches Gleichgewicht zu fördern,
- und gleichzeitig die Effizienz und adäquate Rolle der multilateralen Institutionen zu stärken, die weltweit als Ratgeber in makroökonomischen und strukturpolitischen Fragen sowie als katalytische oder entwicklungsorientierte Kreditgeber agieren sollen.

Diese Zielausrichtung steht durchaus im Einklang mit den IWF- und der Weltbank-Satzungen und trägt darüber hinaus dem seit Gründung der Bretton Woods Institutionen veränderten Umfeld Rechnung: floatende Wechselkurse, Liberalisierung des Kapitalverkehrs, weitere Öffnung der Waren- und Dienstleistungsmärkte, Globalisierung des Wettbewerbs und erhöhtes Bewusstsein für Struktur- und Armutsprobleme.

Insofern sind die Statuten von IWF und Weltbank recht flexibel und auch unter den heutigen Rahmenbedingungen angemessen. In der Tat gibt es heute keine ernsthaften Bestrebungen, die Charta der Institutionen völlig neu zu schreiben. Auch halte ich die Abschaffung des IWF für eine völlig überzogene und ungerechtfertigte Forderung, die in Europa niemand ernsthaft erhebt. Allerdings muß man sich mit dem dafür vorgebrachten Argument, nämlich der IWF sei „ein Fremdkörper in der marktwirtschaftlich organisierten Welt“ auseinanderzusetzen. Jedenfalls ist nicht beabsichtigt, die Bretton-Woods-Institutionen über ihre bisherige Bedeutung hinaus expandieren zu lassen.

2. Institutionelle Konsequenzen

Geht man über den skizzierten Grundkonsens hinaus wird es allerdings schwieriger. Meines Erachtens sollte der *IWF eine monetäre Institution und die Weltbank eine Entwicklungsorganisation* sein. Diese Zuordnung war bei der Gründung gewollt und ist weiterhin sinnvoll. Konsequenz daraus wäre, dass nicht „jede Institution alles“ machen kann oder soll. Denn dies würde zu Überschneidungen, Doppelarbeit und Widersprüchen führen.

Um alle Abgrenzungsprobleme zu umgehen, wurde zwischenzeitlich von einigen vorgeschlagen, beide Institutionen zusammenzulegen. Dies ist aber nicht mehr ernsthaft in der Diskussion. Davon wären auch kaum Synergieeffekte, dafür aber typische mit einer „Super-Behörde“ einhergehende Gefahren zu erwarten: große Bürokratie, erhebliche Management-Probleme, diffuse Zielformulierung, unklare Prioritäten. Insbesondere käme es zu einer Verwischung zwischen den monetären Aufgaben und den entwicklungspolitischen Aufgaben. Im übrigen sind beispielsweise Bundesbank, BMF und BMZ aus gutem Grund getrennte Institutionen; die jeweiligen Ziele können somit ohne Vorbehalte verfolgt werden.

Bei fortbestehender Selbständigkeit von IWF und Weltbank ist es allerdings umso wichtiger, dass beide Institutionen effizient zusammenarbeiten und sich ihre Arbeit nicht gegenseitig erschweren. Die Aufgabengebiete bleiben miteinander verzahnt und Reibungsverluste sollten minimiert werden. Die Diskussionen in den letzten zwei Jahren haben verdeutlicht, dass in dieser Hinsicht weitere Verbesserungen notwendig sind.

3. Das Interimkomitee

Was die „Arbeitseffizienz“ des IWF betrifft, hat sich die Diskussion im Gefolge der Asienkrise relativ schnell auf seine Entscheidungsgremien konzentriert. Auch angesichts der Vorwürfe von Fehlverhalten wurde das sog. Interimkomitee als unangemessenes Provisorium in Zweifel gezogen. Von verschiedener Seite wurde der in den IWF-Artikeln prinzipiell als Möglichkeit vorgesehene „Council“ befürwortet.

Im weiteren Verlauf der Diskussion zeigte sich dann aber, dass das Interimkomitee als Gremium mit Richtlinienkompetenz in Zusammenarbeit mit dem Exekutivdirektorium doch recht gut funktioniert hat. Vor allem wurde befürchtet, dass ein „Council“ nicht nur schnelle, sondern ohne hinreichende Vorbereitung auch vor-schnelle Entscheidungen treffen könnte.

Das Interimkomitee wurde schließlich in seiner Funktion beibehalten. Allerdings wurde - ein großer Reformfortschritt - der Name geändert, um den Charakter des Provisoriums zu beenden: Nunmehr heißt das Gremium „Internationaler Währungs- und Finanzausschuss“ (International Monetary and Finance Committee - IMFC). Darüber hinaus einigte man sich unter anderem auf folgende Verbesserungen:

- Der Weltbankpräsident hat im IMFC künftig Rederecht;
- auch Beobachter anderer Organisationen (darunter das neu gegründete „Finanzstabilitätsforum“) werden stärker einbezogen;

- die Diskussion soll offener geführt und durch die vorherige Verteilung schriftlicher „statements“ sowie durch Beiträge von „lead speakers“ belebt werden
- und den IMFC-Sitzungen soll jeweils zwei Wochen vorher eine Stellvertreter-Sitzung vorangehen.

Damit ist die Diskussion um eine Reform der IWF-Entscheidungsgremien abgeschlossen. Erste Anzeichen lassen vermuten, dass sich die Änderungen bewähren.

III. Fazilitäten und Kreditvergabe

1. Die Fazilitäten des IWF

Aus den skizzierten Aufgaben von IWF und Weltbank ergeben sich „automatisch“ die Konsequenzen für deren Kreditvergabe.

Im Gefolge der Asienkrise gab es zunächst intensive Diskussionen um die Höhe und Struktur von IWF- und Weltbank-Krediten. Für den IWF wurden schließlich einige Neuerungen eingeführt,

- die tendenziell seine Beteiligung an großen Finanzierungspaketen erleichtern, und zwar durch die Supplemental Reserve Facility (SRF) sowie die Contingent Credit Line (CCL),
- und die einen Schwerpunkt auf die Armutsbekämpfung setzen, wobei die bisherige Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF) in die Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF) umgewandelt wurde.

Aus meiner Sicht gehen diese Ansätze in die falsche Richtung.

Die Regeln für die Kreditvergabe müssen auf der gewünschten Rolle des IWF aufbauen:

- Entsprechend seinem monetären Mandat sollte der IWF seine Zahlungsbilanzfinanzierung auf kurzfristige Liquiditätshilfen begrenzen. Die Weltbank sollte sich entsprechend ihrem Entwicklungsauftrag auf die Projektfinanzierung und Sektordarlehen konzentrieren. Dies würde natürlich entsprechende Verlagerungen zwischen IWF und Weltbank implizieren: Der IWF sollte keine langfristigen Strukturdarlehen mehr geben, und die Weltbank sollte sich nicht an Krisenfinanzierungspaketen beteiligen.
- Die vorrangige Verfolgung sozialer Ziele wie Armutsbekämpfung ist mit dem monetären Mandat des IWF nicht vereinbar. Es würde für den IWF zu unlösbaren Zielkonflikten führen. Eine Ablehnung der Armutsbekämpfung als primäre IWF-Aufgabe bedeutet im übrigen keineswegs, die Armutsbekämpfung zu vernachlässigen. Es ist vielmehr ein Argument für effiziente Aufgabenverteilung, um dieses Ziel zu realisieren. Armutsbekämpfung ist ein Entwicklungsziel und fällt damit in die Kompetenz der Weltbank. Seinerseits unterstützt der IWF die Armutsbekämpfung, indem er für monetäre Stabilität sorgt.
- Eine generelle Überprüfung der IWF-Fazilitäten sollte sicherstellen, dass die Fazilitäten mandatsgerecht, effizient und konsistent sind. Dabei sollte verhindert werden, dass der IWF übermäßig hohe Kredite vergibt oder eine wiederholte Ver-

längerung an sich kurzfristiger Kredite hinnehmen muss („prolonged use“). Denkbar als „Bremse“ sind

- eine progressiv steigende Zinsbelastung der Kreditnehmer, und zwar sowohl in Bezug auf das Volumen als auch auf die Laufzeit;
- und/oder besondere Mehrheiten („super majorities“), falls eine Kreditvergabe bestimmte vorher definierte Grenzen überschreitet.

Die CCL, die für wirtschaftlich gesunde, aber ansteckungsgefährdete Länder gedacht ist, sollte entgegen einer sich abzeichnenden Tendenz nicht attraktiver gemacht werden. Im Gegen teil: diese Fazilität ist überflüssig. Ökonomisch gesunde Länder haben ohnehin zu Marktkonditionen Zugang zu den Finanzmärkten. Für subventionierte Großkredite des IWF fehlt hier die Begründung.

Mit der generellen Überprüfung der Fazilitäten wird sich in Kürze das Exekutivdirektorium des IWF beschäftigen.

2. Die Einbeziehung des Privaten Sektors

Mit dem „design“ seiner Fazilitäten sollte der IWF grundsätzlich die marktwirtschaftlichen Kräfte stärken, nicht verdrängen. Er sollte deshalb bei systemischen Liquiditätskrisen allenfalls eine katalytische Rolle spielen. Der IWF sollte nicht die Rolle eines „lender of last resort“ einnehmen. Dies wäre Sache der Heimatinstitutionen der international tätigen Banken.

Eine Politik großer internationaler Finanzierungspakete würde

- „moral hazard“ fördern und damit Verzerrungen sowie eine suboptimale Allokation der Ressourcen bewirken;
- eine Finanzierung nicht durchhaltbarer Wechselkurse begünstigen
- und Finanzierungslasten provozieren, die mit den regulären Quotenmitteln des IWF kaum zu bewältigen wären.

Die derzeit geführte Diskussion ist hier gespalten und noch keineswegs am Ende. Zwar wird mittlerweile von nahezu allen Seiten konzediert, dass der Private Sektor in Krisenlösungen einbezogen werden sollte. Eine konsequente Durchführung dieses Ansatzes wird aber vielfach noch gescheut.

Die international geforderte angemessene Einbeziehung des Privaten Sektors in Krisenlösungen kann am besten dadurch erreicht werden, dass die Kreditvergabe des IWF quantitativ vorgegeben wird. Die entsprechenden Verfahren müssen noch erarbeitet werden. Grundsätzlich denkbar sind

- fest vorgegebene Grenzen in Prozent der Quote,
- oder: ein genau definierter Bezug zur Zahlungsbilanz des Kreditnehmers.

Eine wirksame Einbeziehung des Privaten Sektors impliziert im übrigen die Beachtung folgender Elemente:

- der IWF sollte durch seine Finanzierung keine Kapitalabflüsse begünstigen (dies ist konsistent mit den IWF-Artikeln);
- er sollte notfalls ein sog. „lending into arrears“ zulassen, um die Umschuldungsbereitschaft der Gläubiger zu fördern;

- er sollte eine Atempause für Verhandlungen zwischen Gläubigern und Schuldner befürworten, notfalls durch vorübergehende Einstellung der gerichtlichen Verfolgung;
- und der IWF sollte auf Gleichbehandlung von privaten und bilateralen öffentlichen Gläubigern hinwirken, im übrigen aber neutral bleiben und sich nicht im einzelnen einmischen (kein unnötiges Mikromanagement).

Es ist davon auszugehen, dass diese Regeln in den nächsten Monaten geklärt und die Diskussionen damit zumindest vorläufig beendet werden.

IV. Die Krisenvorbeugung

Lassen Sie mich nun zur Krisenvorbeugung kommen.

Wenn ich diese erst nach der Krisenbekämpfung anspreche, heißt das nicht, sie sei weniger wichtig. Im Gegenteil. Die Diskussion um die Krisenvorbeugung ist nur weniger problematisch und - wohl deshalb – relativ weit fortgeschritten, wenngleich es auch hier kontroverse Standpunkte gibt. Mit der Bewältigung der Asienkrise konzentrierte sich die Aufmerksamkeit vor allem auf zwei bzw. drei Aspekte, nämlich auf die Finanzsektoren und deren Aufsicht sowie auf die Transparenz und die Überwachung des Wirtschaftsgeschehens.

1. Aufsicht der Finanzsektoren

Wie die Finanzkrisen in einer Reihe ostasiatischer Länder deutlich gezeigt haben, hängt die reibungslose Transformation von Kapital vor allem von einem funktionierenden nationalen Bankensektor ab. Hierfür ist eine effiziente Bankenaufsicht unabdingbar. Dabei dient ein angemessenes Sicherheitsnetz auch als Puffer gegen Finanzschocks.

Die Asienkrise wäre wohl - wie ich eingangs in meinen Bemerkungen zur Wirtschaftspolitik sagte - nicht so schwerwiegend verlaufen, wenn die Banken wesentlich robuster gewesen wären. Natürlich muss die Bankenaufsicht auf jedes Land speziell zugeschnitten werden, aber einige wichtige Prinzipien sind immer zu beachten. Im übrigen hat Bankenaufsicht nichts mit Restriktion oder Überregulierung zu tun.

Hinsichtlich der Umsetzung bankaufsichtlicher Regeln hat es beachtliche Fortschritte gegeben.

- IWF und Weltbank haben ihre Zusammenarbeit verstärkt. Ein gemeinsames Komitee soll Stärken und Anfälligkeiten von Finanzsystemen identifizieren und Analysen auf Länderbasis anregen. Analysiert werden sollen die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen, die Strukturen in den Finanzsektoren, der Rechtsrahmen der Finanzaufsicht, die Einhaltung von Standards, die systemischen Risiken, der institutionelle und rechtliche Rahmen für ein Krisenmanagement und die finanziellen „Sicherheitsnetze“.

- Daneben wird das neu eingerichtete Forum für Finanzmarktstabilität dafür zuständig sein, spezielle Probleme und Schwachstellen zu untersuchen. Es soll durch eine engere Koordination deraufsichtsrechtlichen Organe zu einer Stärkung des globalen Finanzsystems beitragen. Das Forum wurde auf Vorschlag des ehemaligen Bundesbankpräsidenten Hans Tietmeyer und mit Unterstützung der G7-Länder gegründet und bezieht auch die Schwellenländer ein.

Die ersten Themen, mit denen sich das Forum befasst hat, sind

- die Anlagefonds mit einem hohen Fremdkapitalanteil (Hedgefunds),
- die offshore-Zentren,
- und die kurzfristigen Kapitalbewegungen.

Die bereits erreichten Fortschritte in Aufsichtsfragen dürfen allerdings über eines nicht hinwegtäuschen: Es muss klar sein, dass eine verbesserte Aufsicht die privaten Akteure nicht von ihrer Eigenverantwortung entbinden kann.

2. Transparenz und Standards

Neben der Forderung nach einer Stärkung der Finanzsektoren wurde schon gleich zu Beginn der Asienkrise der Ruf nach mehr Transparenz laut. Auch hier sind mittlerweile – nach kontroversen Diskussionen – beträchtliche Fortschritte erzielt worden.

- Der bereits 1996/1997 initiierte „Spezielle Datenveröffentlichungs-Standard“ (SDDS) wurde kontinuierlich weiter ausge-

baut, und zwar insbesondere hinsichtlich Währungsreserven und Außenverschuldung. Damit sollen den Märkten umfassende und schnelle Information über wichtige Schwellenländer zur Verfügung stehen.

- Seit der Asienkrise ist auch die Veröffentlichungspolitik des IWF selbst verbessert worden. Insbesondere sollen Presseerklärungen zu allgemeinen Politikdiskussionen im IWF und Hintergrundinformationen zu Kreditbeschlüssen veröffentlicht werden. Zudem werden – zunächst im Rahmen eines Pilotprojekts – Dokumente über die Artikel IV-Konsultationen publiziert.
- Der IWF hat darüber hinaus zusammen mit anderen Institutionen seine Arbeiten an der Entwicklung Internationaler Verhaltensregeln fortgesetzt. Solchen Standards („Codes“) liegt die Überzeugung zugrunde, dass die Transparenz staatlichen Handelns für eine „gute Staatsführung“ („good governance“) und damit letztlich für Wachstum und Stabilität eine wesentliche Voraussetzung ist.
 - Für die Fiskalpolitik hatte der IWF bereits 1998 einen Transparency-Kodex verabschiedet („Code of Good Practices on Fiscal Transparency“).
 - Für die Geld- und Finanzmarktpolitik wurde Mitte 1999 ebenfalls ein Transparency-Kodex verabschiedet („Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies“). Damit soll die Glaubwürdigkeit von Notenbanken und Finanzmarktaufsicht gefördert und deren Rechenschaftspflicht unterstützt werden.

Trotz aller „Transparenzaktivitäten“ bleiben Vorbehalte:

- Die Transparenz sollte da ihre Grenzen haben, wo Vertraulichkeit unabdingbar ist und eine Offenlegung für die Sache kontraproduktiv wäre.
- Außerdem sollte der IWF davon absehen, alle Daten detailliert zu bewerten. Aus den Indikatoren lassen sich nämlich nicht immer die richtigen Signale ableiten. Die Bewertung sollte deshalb den Märkten überlassen werden. Der IWF sollte nicht „versehentlich“ eine Krise auslösen, zu der es sonst gar nicht gekommen wäre.

Auch von anderen Institutionen und Foren wurden inzwischen Standards entwickelt. Insgesamt haben wir es im Bereich der Finanzmarktstabilität mit mehr als 50 Codes zu tun. Damit ist zunächst noch kein „Mehr“ an Stabilität erreicht. Entscheidend ist die Umsetzung und Überwachung darüber, daß diese Standards auch eingehalten werden.

3. Surveillance und Kreditvergabe

Generell soll die Surveillance zwar der Krisenvorbeugung dienen - mit der Hoffnung, dass Krisen und Krisenfinanzierung überhaupt vermieden werden können. Insoweit betätigt sich der IWF auch als eine Art „internationaler Sachverständigenrat“.

Lassen sich Krisen aber nicht vermeiden, kann die Überwachung damit keineswegs entfallen. Im Gegenteil: Es muss dann verstärkt

darauf geachtet werden, dass die vereinbarten Programme richtig umgesetzt werden.

Darüber hinaus gibt es in jüngerer Zeit aufgrund vermuteter Betrugsfälle massive Forderungen, dass der IWF auch „die Verwendung seiner Gelder“ überwachen solle („safeguarding“). Dies ist im Prinzip richtig und wird auch von uns unterstützt. Allerdings sollte hier nicht ein übertriebenes neues Regelwerk geschaffen werden. Die dem Fonds zur Verfügung stehenden Instrumente dürften in der Regel ausreichen.

V. Wechselkurse und Kapitalverkehr

Lassen Sie mich auf zwei weitere Aspekte eingehen, die zwar auf den ersten Blick in den wirtschaftspolitischen Bereich gehören mögen, deren grundsätzliche Regelung aber doch der Finanzarchitektur zuzurechnen ist: die Wechselkursregime und der Kapitalverkehr. Beide Aspekte wurden im Gefolge der Asienkrise gründlich überprüft.

1. Wechselkursregime

Zunächst zu den Wechselkursen:

Welches Wechselkurssystem für ein einzelnes Land das richtige ist, kann nur unter Berücksichtigung seiner wirtschaftlichen Eckdaten und seiner politischen Rahmenbedingungen entschieden werden.

- Eine *Wechselkursanbindung* kann hilfreich sein, um inflationäre Tendenzen im Inland unter Kontrolle zu bekommen und um auf diese Weise eine gewisse Finanzstabilität zu erreichen. Eine Anbindung impliziert aber eine drastische Einengung des geldpolitischen Handlungsspielraums: die Geldpolitik hat sich dem Wechselkursziel vollständig unterzuordnen. Auch der Haushaltspolitik bleibt kein großer Spielraum. Eine Wechselkursanbindung ist schließlich nur dann durchhaltbar, wenn die entsprechenden Fundamental faktoren damit konsistent sind. Eine Wechselkursfixierung allein kann das Vertrauen der Märkte nicht garantieren.
- Ein *freier Wechselkurs* wird andererseits keine Probleme verursachen, solange die eigene Geldpolitik als glaubwürdiger nominaler Anker akzeptiert wird. D. h. wenn sie unabhängig und mit einer klaren Stabilitätsausrichtung betrieben wird. Ein freier Wechselkurs kann dann sehr unterstützend wirken, wie wir seit Beginn der 70er-Jahre in Deutschland gesehen haben.

Die Diskussion im Hinblick auf Wechselkursregime kann zunächst als abgeschlossen betrachtet werden. Der IWF und seine Mitgliedsländer sind im Prinzip offen für beide Systeme – solange eine dementsprechende Politik betrieben wird. Von einer gewissen Präferenz für feste Kurse – wie bis zur Asienkrise – kann nun keine Rede mehr sein. Im übrigen wird auf Wechselkursfragen in den Artikel IV-Konsultationen seit der Asienkrise ein merklich höheres Gewicht gelegt.

2. Liberalisierung des Kapitalverkehrs

Nun zum Kapitalverkehr:

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs wird nicht in Frage gestellt.

Eine wichtige Lehre aus den Krisen in Asien und anderswo ist allerdings, dass ein sog. „sequencing“ erforderlich ist. Das bedeutet: eine weitere Liberalisierung sollte es nur in jenen Ländern geben, in denen die Finanzmärkte solide und gesund sind. Hierzu sind in der Regel eine Sanierung des Bankensystems und eine funktionierende Bankenaufsicht erforderlich. Es wäre unverantwortlich, den zweiten Schritt vor dem ersten zu tun.

Nach überwiegender Meinung sind Kapitalverkehrskontrollen keine geeignete Alternative. Die Wiedereinführung oder Beibehaltung administrativer Kontrollen in einem ansonsten liberalen Umfeld bringt grundlegende Probleme mit sich.

- Erstens sind die Marktteilnehmer sehr findig, wenn es darum geht, solche Kontrollen zu umgehen.
- Zweitens ist die Umsetzung von Kapitalbeschränkungen meistens sehr teuer. Um überhaupt wirksam zu sein, müssen sie auf relativ breiter Front angewandt werden und können deshalb vielleicht sogar wünschenswerte Kapitalbewegungen behindern.

Das heißt allerdings nicht, dass in bestimmten Ausnahmefällen nicht vorübergehende Beschränkungen in Betracht gezogen werden sollten. Eine Kontrolle von Kapitalzuflüssen kann insofern zur Krisenprävention beitragen, als der potentielle Rückzug des Kapitals

begrenzt wird. Kurzfristige Kapitalimporte sollten allerdings nur dann beschränkt werden, wenn solche Beschränkungen als vorübergehende Maßnahme verstanden werden und die dadurch gewonnene „Atempause“ zur Stärkung des nationalen Finanzsystems genutzt wird.

Kurz gesagt ist der Diskussionsstand hinsichtlich einer weiteren Liberalisierung des weltweiten Kapitalverkehrs im Gefolge der jüngeren Währungskrisen durch zwei Erkenntnisse gekennzeichnet:

- keine Liberalisierung des Kapitalverkehrs um jeden Preis,
- aber auch kein Rückfall in eine Devisenbewirtschaftung.

VI. Ausblick

Lassen Sie mich zum Schluss noch einige grundsätzliche Anmerkungen zu einem wichtigen Teilaспект der Reform des internationalen Finanzsystems, der Reform des IWF, machen.

In der Öffentlichkeit ist in den letzten Wochen mitunter der Eindruck entstanden, als gäbe es in der Debatte um IWF-Reformen klare Fronten, die gleichzeitig eine Trennlinie zwischen Europa und den USA markieren.

Dies ist so nicht haltbar.

- Richtig ist, dass es lebhafte Grundsatzdebatten gibt; diese habe ich versucht, im einzelnen zu skizzieren.

- Richtig ist auch, dass diese Diskussionen etwas mit den Vorstellungen von einer „Welt-Wirtschaftsordnung“ zu tun haben.
- Falsch ist aber, dass es hier geographische Trennlinien gibt. Vielmehr verläuft die „Diskussionslinie“ quer durch alle Regionen und Institutionen:
 - Insbesondere wird auch in Europa und Asien von einigen Seiten der Standpunkt vertreten, der IWF müsse „pro-aktiv“ und mit umfassender Zuständigkeit tätig werden.
 - Und in den USA wird insbesondere im akademischen Bereich die Ansicht vertreten, der Fonds solle sich eher zurückhalten und in erster Linie die Marktkräfte stärken. Die jüngste Studie (Meltzer-Report) bestätigt dies.
 - Zudem ist durchaus zu beobachten, dass es innerhalb einzelner Mitgliedsländer des IWF unterschiedliche Einschätzungen durch Regierungen und Zentralbanken gibt.

Was ist die Quintessenz dieser Meinungsvielfalt?

- Zunächst einmal finde ich es positiv, dass wir es innerhalb wie außerhalb des IWF nicht mit einer Blockbildung zu tun haben. Dies wäre nämlich für das Ergebnis der Debatten höchst unproduktiv.
- Darüber hinaus ist erfreulich, dass solche Debatten überhaupt stattfinden. Daran zeigt sich, dass der IWF durchaus keine „verkrustete“ oder „dogmatisierte“ Organisation ist, sondern neue Entwicklungen aufgreift und offen ist für Verbesserungsvorschläge.

- Schließlich bin ich optimistisch, dass am Ende der derzeit noch recht lebhaften Diskussionen doch annehmbare Ergebnisse stehen werden. Die Basis für einen Konsens ist gegeben: Die ganz überwiegende Mehrheit der IWF-Mitgliedsländer befürwortet die freie und offene Marktwirtschaft. Die Spielregeln dafür sind klar. Sie zu unterlaufen mag zwar kurzfristig verlockend oder bequem sein. Gleichwohl sollte es unser Ziel bleiben, die Regeln bzw. Fundamente zu stärken – und nicht zu schwächen.

* * *

*

Sendesperrfrist:
31. März 2000, 10:30 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Prof. Dr. Hermann Remsperger

Mitglied des Direktoriums

der Deutschen Bundesbank

Vermögenspreise und Geldpolitik

Vortrag beim Symposium des Instituts für Empirische
Wirtschaftsforschung

in Berlin

am Freitag, 31. März 2000

Vermögenspreise und Geldpolitik

von

Hermann Remsperger und Dietrich Domanski, Deutsche Bundesbank

I. Veränderungen der Vermögenspreise – Anlass zur Sorge für die Geldpolitik?

Die zweite Hälfte der Neunzigerjahre war in den meisten Industrieländern durch ausgeprägte Divergenzen in der Preisentwicklung auf den Gütermärkten einerseits und den Aktienmärkten andererseits gekennzeichnet. Während der Anstieg der Güterpreise fast zum Stillstand kam, verzeichneten die Aktienmärkte hohe Kursgewinne. So betrug der Verbraucherpreisanstieg in den Industrieländern im Durchschnitt der Jahre 1995 bis 1999 noch 2,0 % und im Jahr 1999 sogar lediglich 1,4 %. Im gleichen Zeitraum haben die Notierungen an den Aktienmärkten weltweit um 120 % zugelegt, davon allein 53 % im Jahr 1999; dies entspricht einem Anstieg von 17 % pro Jahr. An der Spitze dieser Entwicklung stehen die Vereinigten Staaten, wo die Notierungen seit Anfang 1995 fast um das Zweieinhalbache gestiegen sind. Zugleich waren traditionelle Bewertungskennziffern wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Dividendenrendite so hoch beziehungsweise so niedrig wie in den letzten zwanzig Jahren nicht (vgl. Tabelle 1).

Tabelle 1

Kennziffern zur Aktienmarktentwicklung*

| Land | Marktkapitalisierung ¹ | | Kursanstieg bis Ende 1999 gegenüber (in %) | | Kurs-Gewinn-Verhältnis | |
|-------------|-----------------------------------|-------------|--|-----------|------------------------|---|
| | in Mrd Euro | in % d. BIP | Anfang 1995 | Ende 1998 | 12/99 | langfristiger Durchschnitt ² |
| USA | 13.713 | 149 | + 238 | + 21 | 30,7 | 14,9 |
| EWU | 4.946 | 82 | + 153 | + 15 | 26,6 | 13,7 |
| Deutschland | 1.260 | 64 | + 174 | + 34 | 26,0 | 16,3 |
| Japan | 4.641 | 96 | + 26 | + 68 | 83,1 | 42,6 |

*Alle Angaben beziehen sich auf einen marktbreiten Index (Datastream Total Market Index). – 1 Per Ende 1999; BIP-Zahlen für 1999; EWU: 4. Vj. 98 – 3. Vj. 99. – 2 1980 bis 1999. Quelle: Datastream

Der Anstieg der Aktienkurse hat Befürchtungen geweckt, dass diese Entwicklung Risiken für die gesamtwirtschaftliche Stabilität in sich bergen könne. Im Lichte historischer Erfahrungen erscheinen derartige Sorgen zumindest auf den ersten Blick auch gerechtfertigt. Das gravierendste Beispiel der jüngeren Vergangenheit für Schäden, die ein „boom and bust“-Zyklus an den Vermögensmärkten anrichten kann, ist die japanische Wirtschaft. Dort mündete ein starker mehrjähriger Anstieg der Aktien- und Immobilienpreise und das Platzen dieser Preisblase Ende der Achtzigerjahre in eine nachhaltige, bis heute andauernde wirtschaftliche Schwächeperiode (vgl. hierzu Hoffmaister/Schinasi, 1994, sowie Miller, 1996). Die zunächst stark steigenden und dann kollabierenden Aktien- und Immobilienpreise hatten nicht nur negative Rückwirkungen auf die Konsum- und Investitionstätigkeit. Vielmehr wurde vor allem auch der japanische Finanzsektor in Mitleidenschaft gezogen. Nach einer übermäßigen Ausweitung der Kredite, die durch aufgeblähte Aktien- und Immobilienwerte besichert wurden, führte der Preiseinbruch auf den Vermögensmärkten zu massiven Forderungsausfällen und zur Involvenz großer Banken; die Kreditvergabe kam zeitweise praktisch zum Erliegen.

Weiter zurückliegend, aber von noch größerer Tragweite, war der Crash am US-Aktienmarkt im Jahr 1929, der zur Weltwirtschaftskrise führte. Schon damals kam eine intensive politische und akademische Diskussion über die Zusammenhänge zwischen Geldpolitik und Vermögenspreisen in Gang. Im Zentrum der Auseinandersetzung stand die Frage, ob und wie die Notenbank reagieren soll, wenn sie mit einer (vermeintlichen) Preisblase an den Vermögensmärkten konfrontiert wird. So bezeichnete Adolf Miller, Mitglied des Federal Reserve Board in den Zwanzigerjahren, die Zinspolitik der US-Notenbank in den Jahren 1927 bis 1929 im Rückblick als zu zögerlich und damit als einen der „most costly errors committed by the Federal Reserve System or any other banking system in the last 75 years.“¹ Seither lebte im Umfeld stark steigender Vermögenspreise die Debatte über die angemessene geldpolitische Reaktion immer wieder auf.²

Der vorliegende Beitrag knüpft an diese Diskussionen an. Er beschränkt sich allerdings nicht auf die Frage, ob - und gegebenenfalls wie - die Geldpolitik auf starke Fluktuationen der Aktien- oder Immobilienpreise reagieren soll. Sein Ziel ist es, die Rolle von Vermögenspreisen bei der Konzeption und der Umsetzung der Geldpolitik in einem etwas breiteren Kontext darzustellen. Dazu wird im folgenden zweiten Abschnitt zunächst diskutiert, ob Vermögenspreise als

¹ Zitiert nach Eichengreen (1992).

geldpolitische Zielgrößen fungieren können und sollten. Der dritte Teil beschäftigt sich mit der Rolle von Vermögenspreisen als geldpolitische Indikatoren. Den vierten Abschnitt bilden einige Schlussbetrachtungen aus Sicht der Geldpolitik im Eurosystem.

II. Vermögenspreise als geldpolitische Zielgrößen

In den letzten Jahren hat sich in Wissenschaft und Politik ein breiter Konsens darüber herausgebildet, dass die Stabilisierung des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus die vorrangige Aufgabe der Notenbank ist. Diese klare und weitgehend unstrittige Zielzuweisung fußt auf zwei Erkenntnissen: Erstens verursacht ein anhaltender Anstieg des Preisniveaus ebenso wie ein dauerhafter Rückgang erhebliche ökonomische Schäden. Zweitens besteht längerfristig ein enger und kausaler Zusammenhang zwischen der von der Notenbank steuerbaren Liquiditätsausstattung der Wirtschaft und der Inflationsentwicklung.³ Definiert wird Preisniveaustabilität in aller Regel auf der Grundlage von Güterpreisindizes, während Vermögenspreise nicht einbezogen werden.

Vor diesem Hintergrund besteht ein erster, sehr weit gehender Ansatz zur Berücksichtigung von Vermögenspreisen in der Geldpolitik darin, sie bei der Zielformulierung Güterpreisen gleichzustellen. Dies liefe darauf hinaus, die Zielfunktion der Notenbank um eine Vermögenspreiskomponente zu erweitern. Vorgeschlagen wird in diesem Zusammenhang zumeist eine implizite Berücksichtigung bei der Zielformulierung, indem Vermögenspreise in die Berechnung des als Zielgröße fungierenden Preisindex einbezogen werden.⁴ Eine derartige Gleichstellung von Güter- und Vermögenspreisen wäre dann zu begründen, wenn diejenigen Argumente, die (Güter-) Preisniveaustabilität als Ziel der Geldpolitik rechtfertigen, auch für die Stabilisierung von Vermögenspreisen herangezogen werden könnten, wenn also Vermögenspreisbewegungen ab einer bestimmten Stärke grundsätzlich zu Wohlfahrtsverlusten führen würden und diese Bewegungen monetär verursacht wären.

2 Vgl. etwa Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1993) oder Internationaler Währungsfonds (1992).

3 Zahlreiche empirische Studien belegen den positiven langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation; beispielhaft sei hier auf McCandless und Weber (1995) sowie King und Watson (1997) verwiesen.

4 Für einen breiten, um Vermögenspreise ergänzten Preisindex sprechen sich beispielsweise Goodhart (1995, 1999) sowie Wadhwani (1999) aus. Dahinter steht das Argument, die Geldpolitik dürfe nicht nur die heutigen, sondern müsse auch die künftigen Güterpreise, die in den Vermögenspreisen ihren Niederschlag finden, in ihr Kalkül einbeziehen.

Stabilisierung von Vermögenspreisen: Eine sinnvolle wirtschaftspolitische Zielvorgabe?

Die Stabilisierung der Preise etwa auf Aktien- und Immobilienmärkten analog zum Güterpreisniveau mag auf den ersten Blick wünschenswert erscheinen, wenn man sich die weit reichenden Wirkungen eines „boom and bust“-Zyklus an den Vermögensmärkten vor Augen hält. Allerdings gibt es einige grundlegende ökonomische Unterschiede zwischen Güter- und Vermögenspreisen, die gegen eine Gleichbehandlung bei der geldpolitischen Zielformulierung sprechen.

Vermögen, beispielsweise in Form von Forderungen (wie Anleihen oder Buchkrediten), Beteiligungen (wie Aktien) oder dem unmittelbaren Eigentum an langlebigen Gebrauchsgütern (in erster Linie Immobilien), verkörpert Ansprüche auf einen Teil des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks beziehungsweise dessen künftige Erträge. Da diese Erträge erst in der – häufig fernen – Zukunft anfallen und ihre Höhe ungewiss ist, werden Vermögenspreise wesentlich durch Erwartungen über die künftige Ertragsentwicklung und die damit verbundenen Unsicherheiten bestimmt. Nach dem einfachen Barwertmodell entspricht der aktuelle Vermögenspreis dem Gegenwartswert der künftigen Erträge aus dem Vermögen. Die beiden Determinanten des Vermögenspreisniveaus sind der für die Zukunft erwartete Einkommensstrom sowie die zeitlich damit korrespondierenden Diskontierungsraten, die gedanklich jeweils in einen risikolosen Zinssatz und eine Risikoprämie zerlegt werden können (vgl. z. B. Campbell/Shiller, 1998). Konkret kann ein Anstieg (Rückgang) der Vermögenspreise somit auf verbesserte (verschlechterte) Ertragserwartungen, einen niedrigeren (höheren) sicheren Zinssatz oder aber auf rückläufige (steigende) Risikoprämien zurückzuführen sein. Je nach Vermögenskategorie können Erwartungen über ganz unterschiedliche Faktoren nicht nur aus dem monetären, sondern auch aus dem realen Bereich preisbestimmend sein (vgl. Tabelle 2).⁵

Der Versuch, entweder einzelne oder auch ein ganzes Spektrum von Vermögenspreisen zu stabilisieren würde letztlich bedeuten, dass auch die Erwartungen über die zugrundeliegenden Fundamental faktoren – wie etwa das langfristige Wirtschaftswachstum – „stabilisiert“ werden. Dies

⁵ Die Überlegung, dass Vermögenspreise Erwartungen nicht nur über monetäre Größen, sondern zugleich auch über die realwirtschaftliche Entwicklung widerspiegeln, ist zugleich ein Argument gegen die Verwendung von Güter und Vermögen umfassenden Indizes, die dann auch keine reinen Preisindizes mehr wären, sondern einen Mischcharakter hätten. Zugleich wird deutlich, dass der verschiedentlich gebrauchte Begriff der „asset price inflation“ oder auch „asset price deflation“ unpräzise ist.

wäre ökonomisch nur dann zu rechtfertigen, wenn die für eine optimale Allokation des Kapitals erforderlichen Veränderungen der intertemporalen Austauschrelationen nicht behindert würden. So müsste beispielsweise ein starker Kursanstieg am Aktienmarkt dann zugelassen werden, wenn dahinter die Erwartung eines allgemeinen Produktivitätsschubs steht. Würde hingegen – mit welchen Mitteln auch immer – ein solcher Kursanstieg unterbunden, könnte der Aktienmarkt seine Kapitallenkungsfunktion nur noch unvollständig erfüllen, was vermutlich mit Wachstumseinbußen erkauft werden müsste. Durch die Wahl breit gefasster Vermögenspreisindizes, die beispielsweise nicht nur Aktienkurse, sondern auch Immobilienpreise einschließen (vgl. Borio/Kennedy/Prowse, 1994) ließe sich die Gefahr, Bewegungen der relativen Preise zu restringieren, zwar verringern, aber wohl nicht beseitigen.⁶

Tabelle 2

**Merkmale der Preisbildung bei ausgewählten Vermögenswerten
(schematische Darstellung)**

| | Vermögenswert | | | |
|---|--|--------------------------------------|---|---|
| | Aktien | Anleihen | Immobilien | Fremdwährungs-forderungen |
| Ertrag | Dividendenzahlungen | Kuponzahlungen | Mietzahlungen | Wechselkursgewinne |
| Bestimmungs-faktoren | Gewinnerwartungen (abhängig etwa von Wachstum, Besteuerung) | Wachstums- und Inflationserwartungen | Erwartungen über demographische Entwicklung, Wachstum | Wachstums-, Inflations- und Zinsdifferenziale |
| Risikoprämie | | | | |
| Bestimmungs-faktoren | Insolvenzrisiko, allg. Unternehmensrisiko | Kreditrisiko, Inflationsunsicherheit | Liquiditätsrisiko Mietzinsrisiko | Wechselkursrisiko |
| Preisdynamik | | | | |
| Maximaler Ertrag (bis Endfälligkeit) | a priori unbegrenzt | Summe der Zinszahlungen | a priori unbegrenzt | a priori unbegrenzt |
| Kurzfristige Volatilität | Sehr hoch | Hoch | Relativ gering | Hoch |

Ist eine „Stabilisierung“ von Vermögenspreisen schon konzeptionell problematisch, so erscheint sie aus praktischer Sicht nahezu undurchführbar, weil sie sich im Wesentlichen auf nicht beobachtbare Variablen stützen müsste. Ertragserwartungen und Risikoprämien lassen sich in aller Regel nicht

⁶ Umstritten ist darüber hinaus auch, ob es angesichts des äußerst heterogenen Charakters der einzelnen Vermögensarten und –märkte überhaupt möglich ist, einen repräsentativen Vermögenspreisindex zu konstruieren (vgl. zu dieser Kritik Capel/Houben, 1999); allerdings gibt es Ansätze zur Konstruktion kombinierter Aktien-/Immobilienpreisindizes (vgl. Borio/Kennedy/Prowse 1994).

beobachten oder nur unter ganz bestimmten, restriktiven Annahmen aus Vermögenspreisen „herausfiltern“. Zwar kann man beispielsweise versuchen, den fundamental gerechtfertigten oder „fairen“ Marktwert eines Aktivums mittels Simulationsrechnungen auf der Grundlage von Barwertmodellen (IWF, 1999) oder mit Hilfe von ökonometrischen Verfahren zu schätzen (Reinhart, 1999). Doch sind beide Ansätze mit derart großen Unsicherheiten behaftet, dass sie in der Regel keine Grundlage für politische Entscheidungen sein können. Die wirtschaftspolitischen Instanzen sind damit – wie auch die Marktteilnehmer selbst – mit einem schwer wiegenden Diagnoseproblem konfrontiert (Gertler, 1998).

Das Diagnoseproblem wird dadurch verschärft, dass die Preisbewegungen bei Vermögensgütern nicht unbedingt fundamental „verankert“ sein müssen – also einen Bezug zur realen Ertragskraft des Vermögensgegenstands aufweisen –, sondern rein extrapoliativ die Erwartung eines weiteren Kursanstiegs reflektieren können. Derartige (rationale) „spekulative Blasen“ sind nicht von Preisveränderungen zu unterscheiden, die von einer Neueinschätzung der (nicht beobachtbaren) Fundamental faktoren herrühren (Hamilton/White, 1985).⁷ Hinzu kommt, dass schon vergleichsweise geringfügige Parameteränderungen – etwa in der Risikoeinschätzung der Markakteure oder im Zinsniveau – beträchtliche Veränderungen des Bewertungsniveaus bewirken können. So hätte beispielsweise der Rückgang der deutschen Kapitalmarktzinsen um 1 ½ Prozentpunkte im Jahr 1998 ceteris paribus (bei unveränderten Risikoprämien und Dividendenwachstum) im Rahmen eines einfachen Dividendenbarwertmodells einen Anstieg der Aktienkurse um rund 250 % erklärt.⁸ Im Ergebnis lässt sich selbst in Phasen sehr ausgeprägter Marktdynamik kaum diagnostizieren, ob Kursbewegungen fundamental untermauert oder aber das Ergebnis spekulativer Übertreibungen sind.

Akzentuiert wird die Bedeutung der Erwartungen bei der Preisbildung an den Vermögensmärkten dadurch, dass ein wachsender Teil des Finanzvermögens in Form von Wertpapieren auf liquiden und informationssensitiven Märkten gehandelt wird. Niedrige Transaktionskosten sowie die

⁷ Das Phänomen sich selbst erfüllender Erwartungen ist mit individuell rationalem Verhalten der Anleger vereinbar; es kann als Ausdruck eines Koordinationsproblems aufgefasst werden (Cuthbertson, 1996). So verglich bereits Keynes (1936) die Aktienkursprognose mit dem Versuch, den Ausgang eines Schönheitswettbewerbs vorherzusagen; auch in diesem Fall kommt es nicht unbedingt auf die „Fundamental faktoren“ – die objektive Schönheit – an, sondern auch darauf, wie die einzelnen Jurymitglieder die Meinung der übrigen Juroren einschätzen.

⁸ Dieses Ergebnis beruht auf der Annahme, dass das jeweils herrschende Zinsniveau als dauerhaft angesehen wird. Ex post betrachtet mag dies leicht als unrealistisch abgetan werden, ex ante lässt sich jedoch kaum sagen, ob eine Zinsveränderung dauerhafter oder temporärer Natur ist.

zunehmende Bedeutung professioneller Akteure führen dazu, dass neue Informationen und Einschätzungen unmittelbar in Markttransaktionen umgesetzt werden. Dies verbessert zwar grundsätzlich die Effizienz des Preisbildungsprozesses. Allerdings können sich unter Umständen leichter „spekulative Blasen“ bilden, beispielsweise wenn mit geringem Kapitaleinsatz große Risikopositionen aufgebaut werden. Schließlich kann es dazu kommen, dass zumindest phasenweise die Volatilität steigt. Auch wenn diese kurzfristigen Preisausschläge ökonomisch in der Regel unproblematisch sind (Deutsche Bundesbank, 1996), erschwert ein volatiles Umfeld doch die Interpretation von Kursbewegungen und die Identifikation längerfristiger Trends.

Als geldpolitische Folgerung lässt sich festhalten, dass Zielwerte für den Anstieg einzelner Vermögenspreise oder auch breiter Indizes keine sinnvolle Vorgabe sind. Bewegungen der Vermögenspreise sind aus dem Blickwinkel wirtschaftlicher Effizienz zu begrüßen, soweit sie die Neubewertung von fundamentalen Faktoren reflektieren; sie sollten nicht in das Korsett von Kurs- oder Indexzielen gezwängt werden. Problematisch sind dagegen Bewertungsniveaus, die losgelöst von den Erwartungen über die Entwicklung der Fundamentalfaktoren sind, insbesondere wenn sie über einen längeren Zeitraum perpetuiert und akkumuliert werden. Prinzipiell wäre es wünschenswert, derartigen „fundamental misalignments“ oder „spekulativen Blasen“ im Interesse der Stabilität des Güterpreisniveaus und der Bestandsfestigkeit des Finanzsystems gezielt entgegenzuwirken. Aus praktischer Sicht stellt sich daher die Frage, inwieweit die Geldpolitik über die Mittel verfügt, spekulativen Blasen vorzubeugen oder sie sogar gezielt „aufzustechen“.

Welchen Einfluß hat die Geldpolitik auf die Vermögenspreisentwicklung?

Ein systematischer Einfluss der Geldpolitik ist längerfristig auf die monetär bestimmten Determinanten der Vermögenspreise zu vermuten, das heißt auf die Inflationserwartungen und auf die Inflationsunsicherheit. In der Terminologie des Barwertmodells beeinflusst die Notenbank damit über die Inflationserwartungen die nominalen Ertragskomponenten und den nominalen Diskontierungszinssatz sowie über die Inflationsunsicherheit die Risikoprämie.

Dies impliziert eine unterschiedlich starke *längerfristige* Wirkung der Geldpolitik auf den Kurs von Schuldverschreibungen einerseits und auf Aktienkurse und Immobilienpreise andererseits. Die Erträge aus Aktien und Immobilien weisen zwar über die Produktpreis- oder Mietentwicklung normalerweise auch einen Bezug zum allgemeinen Preistrend auf. Im Idealfall entspricht aber der

auf ein steigendes Preisniveau zurückzuführende Zuwachs bei Dividenden- oder Mieteinnahmen genau den für die Diskontierung veranschlagten Inflationserwartungen. In diesem Fall egalisieren sich die nominalen Komponenten auf der Ertrags- und der Diskontierungsseite des Barwertmodells; als Determinanten der Vermögenspreisentwicklung bleiben nur reale Faktoren. Gerade Aktienkurse, die eine besonders ausgeprägte Preisdynamik aufweisen können, vermag die Geldpolitik daher längerfristig kaum systematisch zu beeinflussen.⁹ Demgegenüber sind die Ertragsströme bei Schuldverschreibungen in Form von Kuponzahlungen *ex ante* nominal fixiert. Die Geldpolitik übt daher über die Inflationserwartungen einen systematischen Einfluss auf die Kurse festverzinslicher Titel aus.

Insgesamt betrachtet kann die Notenbank längerfristig zur Stabilisierung der Vermögenspreise dadurch beitragen, dass sie den Marktakteuren eine möglichst sichere Grundlage für die Bewertung der nominalen Komponenten der Vermögenspreise gibt. Dies erreicht sie, indem sie größere Schwankungen der Inflationserwartungen vermeidet und die Inflationsunsicherheit gering hält. Angesichts der außerhalb des unmittelbaren Einflusses der Notenbank liegenden Faktoren ist dies allerdings nur ein begrenzter Beitrag zu einer Vermögenspreisentwicklung, die frei von Übertreibungen oder exzessiver Volatilität ist.

Eine anderes Bild des Einflusses der Notenbank auf Vermögenspreise ergibt sich bei einem *kurzfristigen* Entscheidungshorizont der Marktakteure. In diesem Fall sind weniger Veränderungen der Inflationserwartungen preisbestimmend; sie sind über Wochen oder auch Monate zumindest in einem Umfeld moderater Preissteigerungsraten weitgehend konstant. In den Vordergrund treten vielmehr Variationen der Geldmarktsätze, die bei einem kurzfristigen Anlagehorizont als Diskontierungsraten relevant sind. Durch zinspolitische Maßnahmen kann die Notenbank die Opportunitätskosten für das Halten von Aktiva und die Kreditfinanzierung offener Positionen („Leverage“) erhöhen und so im Prinzip einen Preisanstieg stoppen, der auf der bloßen Erwartung kurzfristig weiter steigender Kurse beruht.¹⁰

⁹ Damit soll nicht der Eindruck vermittelt werden, die Geldpolitik habe keinerlei Einfluss auf reale Bestimmungsfaktoren der Aktienkurse. So wird zum Beispiel eine inflationäre Geldpolitik auf Dauer zu Wachstumseinbußen und letztlich auch zu verschlechterten Gewinnperspektiven für die Unternehmen führen.

¹⁰ Angesichts des vergleichsweise großen kurzfristigen Einflusses der Notenbank auf die Vermögenspreisentwicklung könnte argumentiert werden, dass ein Vermögenspreisziel durch entsprechende häufige Variationen der Notenbankzinsen zu erreichen ist. Dies müsste jedoch mit destabilisierenden Wirkungen auf Güterpreise und Output erkauft werden (Capel/Houben, 1999).

Sollte die Notenbank mit ihrer Zinspolitik auf Vermögenspreisbewegungen reagieren?

Die (systematischen) geldpolitischen Einflussmöglichkeiten stellen zugleich den Rahmen dar, innerhalb dessen die Notenbank Bewegungen der Vermögenspreise bei zinspolitischen Entscheidungen berücksichtigen sollte. Grundsätzlich sind zwei Fälle vorstellbar, in denen die Vermögenspreisentwicklung geldpolitischen Handlungsbedarf signalisiert: Erstens können aus einem Anstieg beziehungsweise Rückgang der Vermögenspreise Risiken für die Preisstabilität erwachsen. Zweitens kann die Vermögenspreisentwicklung „an sich“ als unerwünscht betrachtet werden, beispielsweise weil von ihr Gefahren für die Stabilität des Finanzsektors ausgehen oder die Fehlallokation von Ressourcen in großem Umfang befürchtet wird.

Im ersten Fall sprechen mehrere Argumente dafür, geldpolitisch zu handeln. So ist eine Reaktion der Notenbank auf Inflationsgefahren ziel- und strategiekonform und damit auch konzeptionell zu rechtfertigen.¹¹ Eine derartige geldpolitische Maßnahme zielt nicht auf die Vermögenspreise per se ab, sondern auf eine Verringerung des allgemeinen inflationären Drucks.¹² Es gibt in dieser Situation keinen Konflikt zwischen der Stabilisierung der Vermögenspreise und dem Ziel der Inflationsbekämpfung, Glaubwürdigkeitsverluste sind für die Notenbank nicht zu befürchten. Außerdem stellt sich das Diagnoseproblem in weniger scharfer Form, denn es kommt lediglich auf die inflationären Wirkungen des Vermögenspreisanstiegs an, wobei seine Triebkräfte nicht im Einzelnen identifiziert werden müssen.

Im zweiten Fall – typischerweise in einer Phase stark steigender Kurse beziehungsweise Preise – stehen die geldpolitischen Entscheidungsträger vor der Frage, ob sie eine derartige Preisblase „aufstechen“ sollen, um der (vermeintlichen) Fehlentwicklung Einhalt zu gebieten und womöglich einen späteren, umso stärkeren Preisverfall zu verhindern. Hier gibt es drei schwer wiegende Argumente, die gegen ein Eingreifen der Notenbank sprechen. Erstens kommt das Diagnoseproblem in ganzer Schwere zum Tragen. Anders als bei der Beurteilung der Auswirkungen eines Vermögenspreisanstiegs auf die Inflationsrate ist es für den Erfolg eines Eingreifens der Notenbank essenziell zu wissen, was hinter einem Vermögenspreisanstieg steht. Schon geringe Diagnosefehler genügen, um ein geldpolitisches Handeln destabilisierend wirken zu lassen (Cogley, 1999),

¹¹ Eine entsprechende geldpolitische Entscheidungsregel leitet Smets (1997) theoretisch ab.

¹² Reinhart (1999) charakterisiert dies im Zusammenhang mit Aktienkursen treffend wie folgt: „...equity prices are important for what they imply for future spending and inflation, not for their own sake“.

Bernanke/Gertler (2000)). Letztlich wäre das „Aufstechen“ einer vermeintlichen Preisblase nur dann gerechtfertigt, wenn die Zentralbank mehr wüsste als der Markt (Gertler, 1998).

Zweitens können Zinsmaßnahmen, die auf die Vermögenspreise abzielen, im Widerspruch zu dem aus Sicht der Preisniveaustabilität gebotenen zinspolitischen Kurs stehen; es gibt also einen trade-off zwischen kurzfristiger und langfristiger Stabilisierung. Dieses Problem wird dadurch akzentuiert, dass Preisblasen an Vermögensmärkten häufig mit sinkenden Inflationsraten einhergehen, das heißt in einem Umfeld, in dem eine Straffung der Zinspolitik zur Bekämpfung spekulativer Übertreibungen an den Vermögensmärkten aus dem Blickwinkel der Preisniveaustabilität nicht ohne weiteres zu rechtfertigen ist.

Drittens kann das Eingreifen der Notenbank zu einem moral hazard-Problem führen (Issing, 1998). Um die Finanzmarktakteure nicht zu „Wetten“ gegen die Zentralbank zu verleiten, müsste die Notenbank symmetrisch auf Vermögenspreisbewegungen reagieren. Das heißt, sie müsste beispielsweise bei einem „Überschießen“ der Vermögenspreise frühzeitig die Zinsen anheben und bei einem „Unterschießen“ spiegelbildlich dazu relativ schnell die Zinsen senken. Nur dann wären die Gewinn- und Verlustrisiken aus Engagements an den Vermögensmärkten für die Marktakteure symmetrisch verteilt. In der Realität ist aber zu erwarten, dass die Notenbank tendenziell asymmetrisch reagieren wird. Ein solches Reaktionsmuster ist schon im typischen Verlauf einer Preisblase angelegt. Während des allmählichen Aufbaus der Blase werden die Diagnoseprobleme die Notenbank von frühzeitigem „Gegensteuern“ abhalten. Umgekehrt verlangt das „Platzen“ einer Blase insbesondere aufgrund von Gefahren für die Stabilität des Finanzsektors rasche Reaktionen.

Zudem wirkt die öffentliche Meinung auf eine „Reaktionsasymmetrie“ hin. In Phasen steigender Preise, die von den Vermögensbesitzern als Zeiten wachsenden Wohlstands wahrgenommen werden, dürfte es der Notenbank schwer fallen, Zinsmaßnahmen ausdrücklich mit der Absicht zu begründen, diese Entwicklung zu beenden oder gar umzukehren (was aus dem Blickwinkel eines Aktienbesitzers dem erklärten Ziel der Vermögensvernichtung gleichkäme); entsprechend vorsichtig werden zinspolitische Reaktionen ausfallen. Umgekehrt werden bei einem deutlichen Kursrückgang rasch Rufe nach der Hilfe der Notenbank – sprich niedrigeren Zinsen - laut werden. Wenn die Marktteilnehmer eine derartige asymmetrische Reaktion in ihr Kalkül einbeziehen, begünstigt dies die übermäßige Übernahme von Risiken im Vertrauen darauf, dass die Zentralbank zwar große Vermögenszuwächse zulassen wird, nicht aber ebensolche Verluste.

Um die „moralischen Risiken“ möglichst gering zu halten, sollte die Notenbank im Hinblick auf die Preisentwicklung an den Vermögensmärkten eine Politik der „constructive ambiguity“ verfolgen. Dies spricht dafür, geldpolitische Maßnahmen soweit vermeidbar nicht – und schon gar nicht durch ein Vermögenspreisziel gleichsam vorangekündigt - an die Entwicklung an den Vermögensmärkten zu knüpfen.

Angesichts der schwer wiegenden Probleme, die mit dem Versuch verbunden sind, eine spekulative Blase „aufzustechen“, sollte der Schwerpunkt aus Sicht der Geldpolitik eindeutig auf der Prävention von Übersteigerungen an den Vermögensmärkten liegen. Erstes und aus Sicht der Geldpolitik wichtigstes Element ist dabei die klare Orientierung am Ziel der Preisniveaustabilität, die den Marktakteuren eine verlässliche Orientierung über die monetären Rahmenbedingungen gibt und die Preisbildung an den Vermögensmärkten erleichtert. Ein zweites Element ist die Stärkung der Bestandsfestigkeit des Finanzsektors; hier ist in erster Linie die Finanzmarktaufsicht gefordert. Als drittes Element ist ein „contingency plan“ (Cogley, 1999) vorstellbar, der die Rolle der Notenbank im Falle einer akuten Krise umreißt. Er sollte – im Sinne der „constructive ambiguity“ – Maßnahmen umfassen, die geeignet sind, die systemischen Risiken im Finanzsektor einzudämmen, ohne ein bestimmtes Niveau der Vermögenspreise implizit zu garantieren.

III. Vermögenspreise als geldpolitische Indikatoren

Auch wenn ein Vermögenspreisziel verneint wird, können Vermögenspreise bei der Konzeption einer auf Preisniveaustabilität gerichteten Geldpolitik eine wichtige Rolle spielen. Drei Ansatzpunkte sind hierfür denkbar: Erstens können Vermögenspreise als eigenständige Indikatoren für Inflationserwartungen genutzt werden. Zweitens kann der Einfluss von Vermögenspreisbewegungen auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität modelliert werden, um ein genaueres Bild inflationärer Risiken zu bekommen. Drittens können schließlich die Auswirkungen von Vermögenspreisschwankungen auf die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems betrachtet werden.

Vermögenspreise als Indikatoren für Inflationserwartungen

Vermögenspreise werden wesentlich durch Erwartungen über die für die Ertragsentwicklung maßgeblichen Fundamental faktoren bestimmt; sie sollten – sofern die Inflationserwartungen zu diesen Faktoren zählen - auch Informationen über die künftige Preisniveauentwicklung enthalten.

Aufgrund der raschen Informationsverarbeitung sowie der einfachen und zeitnahen Verfügbarkeit bieten sich Preise von Vermögenswerten, die auf Finanzmärkten gehandelt werden, als Basis für die Konstruktion von Erwartungsindikatoren an (Deutsche Bundesbank, 1998). Zur Messung von Inflationserwartungen kommen damit vor allem Kenngrößen in Frage, die aus den Kursen festverzinslicher Wertpapiere abgeleitet werden, während Immobilien- und Aktienkurse aufgrund ihres überwiegend „realen“ Charakters weniger geeignet sind.

Empirische Untersuchungen bestätigen, dass insbesondere Zinsstrukturindikatoren – in der Regel Zinsdifferenzen zwischen Forderungen mit unterschiedlicher Laufzeit - Informationen über die künftige Preisentwicklung enthalten.¹³ In Deutschland hat die Zinsstruktur eine besonders hohe Prognosegüte für die Inflationsdynamik mit einem Vorlauf von vier bis sechs Jahren (Schich, 1996). Eine Erklärung dafür ist, dass zwar temporär wirkende makroökonomische Schocks nicht vorhergesehen werden konnten, aber die deutsche Geldpolitik in der Lage war, eine relativ verlässliche Orientierung für die längerfristigen, über den Konjunkturzyklus hinwegreichenden Inflationserwartungen zu geben (Domanski/Kremer, 1999a).^{14,15}

Allerdings kommt die Steigung der Zinsstruktur trotz dieser Vorlaufeigenschaften kaum als Orientierungsgröße für die Zinspolitik in Frage. Die Steigung der Zinsstruktur zeigt für Deutschland zwar einen robusten, aber sehr langen Vorlauf vor Inflationsveränderungen, so daß sie als Richtschnur für die laufende Geldpolitik, die einen Zeithorizont von etwa zwei Jahren hat, nicht nutzbar ist. Ebenso schwer wie dieses empirische Problem wiegt die Gefahr, bei der Orientierung an Vermögenspreisen zirkuläre Beziehungen zu schaffen. Diese sind darauf zurückzuführen, dass der die Vermögenspreise bestimmende Erwartungsbildungsprozess seinerseits vom geldpolitischen Regime abhängig ist. Eine Ausrichtung der Geldpolitik an Vermögenspreisen würde bedeuten, dass die Zentralbank ihre Politik auf den Erwartungen des privaten Sektors aufbaut, in die ihrerseits

¹³ Neuerdings finden auch verstärkt die aus der Renditedifferenz von nicht-indexierten und indexierten Staatsanleihen ermittelten Inflationserwartungen als geldpolitische Indikatoren Beachtung; vgl. Europäische Zentralbank (1999).

¹⁴ Allerdings enthält in Deutschland auch die Dividendenrendite als Bewertungskennziffer am Aktienmarkt Informationen über die künftige Inflationsentwicklung. Dies kann zum einen damit zusammenhängen, dass Dividendenzahlungen diskretionär erfolgen und sich daher nur verzögert zwischenzeitliche Preissteigerungen kompensieren können; die Aktienkurse könnten dann trotz des idealerweise realen Charakters eine Inflationsprämie und damit auch Inflationserwartungen enthalten (Domanski/Kremer, 1999b). Ein weiterer Erklärungsansatz stellt darauf ab, dass die progressive Besteuerung von Aktienerträgen nicht inflationsneutral ist (Chami/Cosimano/Fullenkamp, 1999).

¹⁵ Angesichts ihres realen Charakters kann es nicht überraschen, dass Aktienkurse und Immobilienpreise in vielen Ländern relativ gute Prognoseeigenschaften im Hinblick auf reales Wachstum und Auslastungsgrad besitzen; vgl. Choi/Hauser/Kopecky, 1999).

Annahmen über das künftige Verhalten der Notenbank eingehen. Im Ergebnis können sich die Inflationserwartungen nicht mehr an einem externen, außerhalb des Erwartungsbildungsprozesses liegenden Anker orientieren, wie etwa der Geldmengenentwicklung (Woodford, 1994). Aus Vermögenspreisen gewonnene Indikatoren für Inflationserwartungen sind daher in erster Linie „nur“ als „Glaubwürdigkeitsindikatoren“ nützlich, die – unabhängig von der konkreten Strategie – Hinweise darauf geben, ob es der Notenbank gelingt, die Inflationserwartungen niedrig zu halten.¹⁶

Vermögenspreise als Indikatoren für inflationäre Spannungen

In Vermögenspreise gehen nicht nur Erwartungen über die künftige Preisniveauentwicklung ein, sondern sie beeinflussen ihrerseits auch die aggregierte Nachfrage und können insoweit selbst Ursache inflationärer Spannungen sein. Grundsätzlich können dabei zwei Wirkungskanäle von Vermögenspreisänderungen unterschieden werden, nämlich ein „materieller“, über Vermögensniveau- und Bilanzeffekte wirkender Kanal, und ein „immaterieller“, über die Signaleffekte von Preisbewegungen an den Vermögensmärkten ablaufender Mechanismus. Zum materiellen Wirkungskanal rechnen insbesondere die traditionellen Vermögens- und Kapitalkosteneffekte, die Konsum- beziehungsweise Investitionsverhalten beeinflussen. Demnach erhöht ein (als dauerhaft erachteter) Vermögenswertzuwachs aufgrund steigender Preise das permanente Haushaltseinkommen und erlaubt eine Ausweitung der Konsumausgaben (Ando/Modigliani, 1973). Der finanzielle Dispositionsspielraum der Haushalte kann darüber hinaus auch deswegen wachsen, weil ein größerer Vermögensbestand zur Besicherung von Krediten zur Verfügung steht. Spiegelbildlich dazu regt ein Vermögenspreisanstieg die Investitionstätigkeit an, weil zum einen die Kapitalbeschaffungskosten sinken (etwa mit steigenden Aktienkursen) und zum anderen ein wachsender Marktwert (Nettovermögen) der Unternehmen die Kreditaufnahme erleichtert (Andersen/Subbaraman, 1996).

Inwieweit die Modellierung derartiger Vermögenseffekte zur Beurteilung der Inflationsperspektiven erforderlich ist beziehungsweise zu einer Verbesserung der Prognosequalität führt, ist eine empirische Frage. Einen ersten Hinweis auf die Relevanz unterschiedlicher Vermögenspreise gibt

¹⁶ Intuitiv kann gegen die Zinsstruktur als geldpolitische Orientierungsgröße ins Feld geführt werden, dass ein und dieselbe Steigung bei ganz unterschiedlichen Zinsniveaus auftreten kann und damit letztlich auch keinen eindeutigen Bezug zum Preisniveau aufweist.

ihre Relation zum verfügbaren Einkommen. Hier zeigen sich im internationalen Vergleich große Unterschiede; insbesondere gilt dies für das Aktienvermögen (vgl. Tabelle 3).

Tabelle 3

Aktienanteil am Vermögen der privaten Haushalte

| Land | Aktienbesitz in % des Netto-Geldvermögens | | Aktienbesitz in % des verfügbaren Einkommens | |
|--|---|-------------------|--|-------------------|
| | 1990 | 1997 | 1990 | 1997 |
| USA | 12,1 | 20,7 | 44,3 | 100,1 |
| - einschl. über Fonds gehaltener Aktien | 17,0 | 33,6 | 62,1 | 162,3 |
| Deutschland | 6,1 | 9,0 | 11,6 | 18,8 |
| Frankreich | 22,2 | 13,4 | 11,7 | 15,3 |
| Japan | 26,1 | 16,1 ¹ | 58,1 | 36,2 ¹ |

¹ 1994. - Quelle: OECD

Vor dem Hintergrund der stark divergierenden Bedeutung des Aktienbesitzes überrascht es nicht, dass empirische Studien einen unterschiedlichen Einfluss von Aktienkursbewegungen auf das Konsumverhalten zeigen.¹⁷ So liegt die marginale Konsumneigung aus Aktienvermögen nach Schätzungen des OECD-Stabes zwischen 0,045 für die Vereinigten Staaten und lediglich 0,008 beziehungsweise 0,007 für Deutschland und Frankreich (Boone/Giorno/Richardson, 1998). Auf Grundlage dieser Schätzungen hätte ein zehnprozentiger Rückgang der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten eine Verringerung des privaten Konsums um 0,75 % zur Folge, während der Effekt auf die Konsumnachfrage in Deutschland und Frankreich vernachlässigbar gering wäre.

Den größten Teil des Haushaltsvermögens stellt in den größten Industrieländern durchweg das Sachvermögen (vgl. Tabelle 4), das weitestgehend aus Immobilienbesitz besteht. Zwischen Aktien- und Immobilienvermögen gibt es grundlegende ökonomische Unterschiede. Aktien werden von Privathaushalten in der Regel gehalten, um sie bei Bedarf – größeren Anschaffungen oder im Alter – zu veräußern. Ein nachhaltiger Wertzuwachs bei Aktien ist somit gleich bedeutend mit einem Anstieg der künftig für Konsumzwecke verfügbaren Mittel, was zu einer Ausweitung der Konsumausgaben in der Gegenwart führen sollte. Immobilien werden dagegen – zumindest in Deutschland – meistens als einmalige, lebenslange Investition betrachtet und behandelt. Sie stiften Nutzen in der Regel durch Selbstnutzung, kaum aber durch Wiederverkauf. Steigende Immobilienpreise erhöhen unter diesen Bedingungen zwar rein rechnerisch das Vermögen, nicht aber den

künftigen finanziellen Dispositionsspielraum. Von Wertveränderungen sind in diesem Fall keine Auswirkungen auf Spar- beziehungsweise Konsumententscheidungen zu erwarten.

Tabelle 4

Sachvermögen und Verschuldung der privaten Haushalte*

| Land | Sachvermögen ¹ | | Verschuldung (in % d. verfügbaren Einkommens) | |
|-------------|---------------------------------|--------------------------|---|-----------------------------|
| | in % des verfügbaren Einkommens | in % des Gesamtvermögens | insgesamt | darunter: Immobilienkredite |
| USA | 217 | 31 | 171 | 69 |
| Deutschland | 310 | 58 | 79 | 62 |
| Frankreich | 255 | 48 | 116 | 46 |
| Japan | 411 | 54 | 162 | 54 |

*Per Ende 1997, Japan per Ende 1996 – 1 Immobilien und langlebige Konsumgüter. -

Quelle: OECD, Deutsche Bundesbank.

Die Bedeutung von Immobilienpreisen im Transmissionsprozess hängt also wesentlich von den Motiven der Eigentümer ab. In den Vereinigten Staaten, wo angesichts einer hohen Mobilität der Bevölkerung Häuser als handelbare assets gesehen werden, ist eine größere Bedeutung des „Immobilienkanals“ zu vermuten als in Deutschland. Zwei Entwicklungen könnten dies in Zukunft auch in Deutschland ändern, nämlich erstens eine wachsende Mobilität zumindest eines Teils der Bevölkerung und zweitens die wachsende Vererbung von Immobilienbesitz.

Mit Blick auf ihre Einbindung in unterschiedliche geldpolitische Strategien ist die explizite Berücksichtigung der Nachfrageeffekte von Vermögenspreisänderungen konzeptionell dort angelegt, wo ein breites Indikatorenset zur Inflationsprognose beziehungsweise zur Beurteilung der Preisperspektiven herangezogen wird. Dies gilt für die direkte Inflationssteuerung („inflation targeting“), aber auch für die zweite Säule der Strategie des Eurosystems. Eine Möglichkeit, Vermögenspreise in diese Strategien zu integrieren besteht in der Einbeziehung in die zur Inflationsprognose verwendeten ökonometrischen Modelle. Gerade in Europa mag dies insofern schwierig und wenig ergiebig sein, als der Aktienbesitz in einigen Ländern erst seit wenigen Jahren einen kräftigen Aufschwung erfährt. Angesichts des Umbruchs in den Finanzierungs- und

¹⁷ Eine Literaturübersicht hierzu findet sich in Boone/Giorno/Richardson (1998).

Anlagegewohnheiten in Europa erscheint es jedoch wichtig, die Entwicklungen an diesen Märkten fortlaufend zu beobachten.¹⁸

Bei einer geldmengenorientierten Strategie fungiert ein monetäres Aggregat, das die für Güterkäufe relevante Geldkomponenten umfasst, als Indikator für die künftige Preisniveauentwicklung. Als monetäres Zwischenziel wird das angestrebte Geldmengenwachstum so festgelegt, dass es im Einklang mit dem Wachstum der Produktionsmöglichkeiten der Wirtschaft steht. Das Vermögen ist im Rahmen einer solchen Strategie normalerweise kein eigenständiger Faktor, kann aber von mittelbarer Bedeutung sein. Soweit zur Geldmenge zählende Komponenten als Vermögen gehalten werden und zur Abwicklung von Vermögenstransaktionen dienen, steigt sowohl das Geldmengenwachstum als auch die Volatilität der monetären Aggregate. Sie erhöht sich, weil Veränderungen der relativen Preise unterschiedlicher Vermögensgüter zu Umschichtungen aus beziehungsweise in Geldmengenkomponenten führen (Hesse/Braasch, 1999).

Diesem Phänomen könnte prinzipiell durch die Berücksichtigung des Vermögens bei der Geldnachfrage und – komplementär dazu – bei der normativen Vorgabe für das Geldmengenwachstum Rechnung getragen werden. Dazu müsste die Notenbank allerdings eine Vorstellung darüber bilden, wie ein zielkonformes Vermögenswachstum auszusehen hätte. In diesem Fall sähe sich die Zentralbank mit dem bereits angesprochenen Problem konfrontiert, ein Vermögenspreisziel (wenn auch als Teil des allgemeinen Geldmengenziels) definieren zu müssen. Darüber hinaus könnte die Zusammenführung güter- und vermögensbedingter Geldnachfrage in einem Zielwert stabilitätsgefährdende, gegenläufige Entwicklungen beider Geldnachfragekomponenten verschleieren. Gerade im Hinblick auf die frühzeitige Erkennung spekulativer Übertreibungen an den Vermögensmärkten, die erfahrungsgemäß mit einer raschen Kredit- und Geldmengenexpansion einhergehen (vgl. Borio/Kennedy/Prowse, 1994, Baks/Kramer, 1999), erscheint es vorteilhaft, im Rahmen einer Geldmengenstrategie die gütermarktbedingte Geldmengenausweitung klar in den Vordergrund zu stellen.¹⁹

¹⁸ Veränderungen in der Struktur des Aktienbesitzes können erhebliche Verhaltensänderungen hervorrufen; ihre Handhabung verlangt „to develop better data, and possibly better models“ (Poterba/Samwick (1995)).

¹⁹ Dies bedeutet nicht, dass der Einfluss des Vermögens unberücksichtigt bliebe. Der durch ein trendmäßig überproportionales Vermögenswachstum bedingte Anstieg der Geldnachfrage kann im Rahmen der Geldmengensteuerung durch die Annahme eines trendmäßigen Rückgangs der Umlaufgeschwindigkeit berücksichtigt werden, wie es die Bundesbank getan hat.

Vermögenspreise und Stabilität des Finanzsektors

Große Bewegungen der Aktien- und Immobilienpreise haben über Marktpreis- und Kreditrisiken wesentlichen Einfluss auf die Bilanzen und die Erfolgsrechnung der Finanzintermediäre. Unmittelbar betroffen sind Banken und andere Intermediäre von der Neubewertung von Aktiva durch stark steigende beziehungsweise fallende Vermögenspreise. Ein weiterer, eher indirekter Wirkungsmechanismus sind – spiegelbildlich zu den genannten Vermögenseffekten bei Haushalten und Unternehmen – Veränderungen in deren Nettovermögen. Wird die Solvenz von Unternehmen und Haushalten durch Änderungen des Vermögenswertes berührt, so hat dies Rückwirkungen auf den Anteil uneinbringlicher Kredite. Verstärkt werden diese Effekte im Fall sinkender Vermögenspreise durch den Wertverlust von Sicherheiten, die zur Deckung von Kreditausfällen herangezogen werden könnten. Im Ergebnis können solche Verschlechterungen der Bilanzrelationen zu einer eingeschränkten Kreditvergabe der Banken und im Extremfall sogar zu einem „credit crunch“ führen.

Auch die Frage nach den Wirkungen, die von Vermögenspreisbewegungen auf die Stabilität des Finanzsystems ausgehen, kann nur empirisch beantwortet werden. Mit Blick auf die Bilanzstrukturen der Banken dürften Kreditrisiken von großer Bedeutung sein, die bei einem Vermögenspreisverfall durch die Zahlungsunfähigkeit von Kreditnehmern und den Wertverlust von Sicherheiten virulent werden können. Ihr tatsächliches Ausmaß hängt allerdings nicht nur vom Kreditvolumen, sondern etwa auch von der Kreditvergabapraxis der Banken – wie Beleihungsgrenzen oder den bei der Bonitätsprüfung angelegten Maßstäben – ab. Die mit dem Direktbesitz an Aktien verbundenen Marktpreisrisiken dürften geringer sein als etwa Zinsänderungsrisiken aus dem traditionellen Bankgeschäft, aber auch als die Marktpreisrisiken aus dem Anleihe- und Derivateportefeuille (vgl. Tabelle 5). Auch die Anfälligkeit der Banken für Kursrückgänge an den Aktienmärkten ist nicht nur vom Umfang des Aktienportefeuilles, sondern von institutionellen Faktoren wie den Bilanzierungsvorschriften abhängig.

Tabelle 5

Aktienbesitz im Finanzsektor (1997)

| Land | Banken | | Pensionsfonds | | Versiche- rungen ² | | Investment- fonds | |
|------------------|----------------------|----------------|----------------------|------------------|----------------------------------|-------------------|----------------------|-------------------|
| | in % d. Aktiva | in % d. BIP | in % d. Aktiva | In % d. BIP | in % d. Aktiva | in % d. BIP | in % d. Aktiva | in % d. BIP |
| USA | 0,6 | 1,0 | 62,0 | 43,5 | 23,8 | 10,1 | 49,9 | 26,0 |
| Deutsch- land | 3,9 | 8,0 | 51,8 ¹ | 1,6 ¹ | 27,8 | 1,6 | 35,4 | 8,3 |
| Frank- reich | 6,8 | 13,6 | - | - | 30,9 | 16,7 | 27,7 | 10,8 |
| Japan | 5,3 | 9,2 | - | - | 15,6 | 7,1 | 13,0 | 1,1 |

¹ Pensionskassen u. ä. Vehikel; gesamter Wertpapierbesitz. ² – Lebens- und übrige Versicherungen. Quelle: Nationale Finanzierungsrechnungen der einzelnen Länder, Bank of England.

Die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ist eine Voraussetzung für die reibungslose Transmission geldpolitischer Impulse und damit für den stabilitätspolitischen Erfolg der Notenbank. Unabhängig von der konkreten geldpolitischen Strategie ist es daher für die Zentralbank wichtig, Schwachstellen im Finanzsektor zu erkennen und die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems einschätzen zu können. Hinzu kommt, dass der Notenbank bei einer systemgefährdenden Krise eine aktive Rolle zukommt, entweder als moderierende Instanz oder aber durch die Bereitstellung von Liquidität.

Die Beurteilung der Stabilität des Finanzsektors erfordert die Verknüpfung unterschiedlicher analytischer Blickwinkel. Dabei muss die Analyse die Mikro- und die Makro-Ebene vertikal miteinander verzahnen. Darüber hinaus spricht aber auch viel für eine „horizontale“ Verzahnung zwischen den unterschiedlichen mit der Beaufsichtigung des Finanzsystems betrauten Institutionen. Ein Grund dafür ist zum Beispiel, dass mit der fortschreitenden Verbriefung von Finanzierungsbeziehungen Marktpreis- und Kreditrisiken zusammenhängen. Eine isolierte Betrachtung von Märkten einerseits und Banken andererseits läuft Gefahr, derartige Interdependenzen zu vernachlässigen. Um die systemische Dimension derartiger Risiken beurteilen zu können, bedarf es eines makroökonomischen Rüstzeugs, das in einer Notenbank gut aufgehoben ist.

IV. Einige Schlussbemerkungen aus europäischer Sicht

Die Entwicklung der Vermögenspreise ist geldpolitisch von Bedeutung. Von ihr können inflationäre oder auch deflationäre Impulse ausgehen, die die Erreichung von Preisstabilität und damit das originäre Ziel der Notenbank gefährden. Darüber hinaus können Fehlbewertungen an den Vermögensmärkten die Stabilität des Finanzsektors beeinträchtigen und damit die Effizienz der Geldpolitik vermindern. Die Möglichkeiten einer Zentralbank, die Preisentwicklung an den Vermögensmärkten gezielt zu beeinflussen, sind allerdings begrenzt. Vermögenspreise kommen schon deswegen als geldpolitische Zielgrößen nicht in Frage. Gleichwohl spielen sie aber als Indikatoren für eine auf Preisniveaustabilisierung gerichtete Politik eine wichtige Rolle. Diese Erkenntnisse haben sich auch in der geldpolitischen Konzeption des Eurosystems niedergeschlagen.

Erstens ist das Eurosystem eindeutig auf das Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet. Die klare Orientierung der Geldpolitik an diesem Ziel ist zugleich der beste Beitrag, den die Notenbank leisten kann, um Übersteigerungen an den Vermögensmärkten vorzubeugen. Zweitens folgt das Eurosystem einer Strategie, die sich nicht nur zur Früherkennung, sondern auch zur Prävention von Stabilitätsgefahren eignet, die in der Vermögenspreisentwicklung angelegt sein können. So weist die erste Säule der EZB-Strategie der Geldmenge eine prominente Rolle zu. Damit soll einer nicht-zielkonformen Ausweitung der Liquiditätsbestände frühzeitig entgegengewirkt werden. Die Begrenzung der monetären Expansionsspielräume ist erfahrungsgemäß eine notwendige, wenn auch nicht hinreichende Bedingung, um spekulativen Blasen ihren Nährboden zu entziehen. Die zweite strategische Säule – die Einschätzung der Inflationsperspektiven anhand eines breiten Spektrums von Indikatoren – bietet Raum zur Analyse möglicher inflationärer oder deflationärer Effekte von Vermögenspreisänderungen, die dann in die geldpolitische Entscheidungsfindung mit einfließen kann. Das Strategiekonzept des Eurosystems ist zugleich hinreichend flexibel, um strukturellen Veränderungen im Euro-Währungsgebiet Rechnung tragen zu können. Drittens begründet der EZB-Rat seine zinspolitischen Entscheidungen ausführlich im Rahmen der beiden Säulen der geldpolitischen Strategie. Diese weit gehende Transparenz vermindert die Gefahr, Vermögenspreisbewegungen in der Zinspolitik ein unangemessen großes Gewicht beizumessen.

Literaturverzeichnis

Andersen, M., Subbaraman, R. (1996), Share Prices and Investment, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 9610.

Baks, K., Kramer, C. (1999), Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications and Spillovers, IMF ,Working Paper, Washington

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1993), 63. Jahresbericht, Basel.

Boone, L., Giorno, C., Richardson, P. (1998), Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence, OECD Economics Department Working Papers No. 208, Paris

Borio, C.E.V., Kennedy, N., Prowse, S.D. (1994), Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries. Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications, BIS Economic Papers No. 40, Basel.

Capel, J., Houben, A. (1999), Asset Inflation in the Netherlands: Assessment, Economic Risks and Monetary Policy Implications, in: The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy, BIS Conference Papers Vol. 5, S. 280 - 300.

Chami, R., Cosimao, Th.F., Fullenkamp, C. (1999), The Stock Market Channel of Monetary Policy, IMF Working Paper, Washington

Choi, J.J., Hauser, S., Kopecky, K.J. (1999), Does the Stock Market Predict Real Activity? Time Series Evidence From the G 7 Countries, Journal of Banking and Finance, 23, S. 589 – 612.

Cogley, T. (1999), Should the Fed Take Deliberate Steps to Deflate Asset Price Bubbles?, Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1, S. 42 – 52.

Deutsche Bundesbank (1996), Finanzmarktvolatilität und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik, Monatsbericht April, Frankfurt, S. 53 – 70.

Deutsche Bundesbank (1998), Finanzmarktpreise als geldpolitische Indikatoren, Monatsbericht Juli, Frankfurt, S. 51 – 69.

Domanski, D., Kremer, M. (1999 a), What Do Asset Price Movements in Germany Tell Monetary Policy Makers?, in: The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy, BIS Conference Papers Vol. 5, S. 24 – 44.

- Domanski, D., Kremer, M. (1999b), What is Behind Equity Price Movements in Germany?, in: Transmissionsmechanismen der Geldpolitik, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 264 N.F., Berlin, S. 111 – 141.
- Gertler, M. (1998), Untitled Statement, in: Asset Prices and Monetary Policy, Four Views, Centre for Economic Policy Research (Hrsg.), London, S. 1 – 9.
- Goodhart, C.A.E. (1995), Price Stability and Financial Fragility, in: Financial Stability in a Changing Environment, London.
- Hamilton, J.D., Whiteman (1985), The Observable Implications of Self-Fulfilling Expectations, Journal of Monetary Economics, 16, S. 353 – 373.
- Hoffmaister, A.W., Schinasi, G.J. (1994), Asset Prices, Financial Liberalization and the Process of Inflation in Japan, IMF Working Paper, Washington.
- International Monetary Fund (1992), World Economic Outlook, October, Washington.
- International Monetary Fund (1999), World Economic Outlook, October, Washington.
- Issing, O. (1998), Untitled Statement, in: Asset Prices and Monetary Policy, Four Views, Centre for Economic Policy Research (Hrsg.), London, S. 20 - 22
- King, R.G., Watson, M.W. (1997) Testing Long-Run Neutrality, in: Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Vol. 83/3, S. 69 – 101.
- McCandless, G.T., Weber, W.E. (1995), Some Monetary Facts, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 19 (Summer 1995), S. 2 –11.
- Miller, G.P. (1996), The Role of a Central Bank in a Bubble Economy, Cardozo Law Review, Vol. 18, December, S. 1053 – 1081.
- Poterba. J.M., Samwick, A.A. (1995), Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption, Brookings Papers on Economic Activity, 2, S. 295 – 372.
- Reinhart, V.R. (1999), Equity Prices and Monetary Policy in the United States, in: The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy, BIS Conference Papers Vol. 5, S. 280 - 300.

Schich, S. (1996), Alternative Spezifikationen der deutschen Zinsstrukturkurve und ihr Informationsgehalt hinsichtlich der Inflation, Diskussionspapier 8/96, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Frankfurt.

Smets, F. (1997), Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence, BIS Working Papers No. 47, Basel

Wadhwani, S.B., (1999) The US Stock Market and the Global Economic Crisis, National Institute Economic Review, Januar 1999, S. 86 – 104.

Embargo:
April 18, 2000, 11:30 a.m. local time
17:30 Uhr MESZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

President

of the Deutschen Bundesbank

Europe and the euro - an insider's view

Arthur Burns Memorial Lecture at the American Council on Germany

in New York

on Tuesday, April 18, 2000

Preface

It is a privilege and an honor for me to hold this Arthur Burns Memorial Lecture. I am very happy to be able to add my name to the list of such distinguished speakers as Karl Otto Pöhl, Alfred Herrhausen, Alan Greenspan, Kurt Biedenkopf, Hans Tietmeyer and Rolf E. Breuer. It gives me an opportunity to pay tribute not only to a high-grade economist but also to an elder statesman who did a great deal to foster US-German relations.

When Arthur Burns was appointed Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System in 1970, he already had an impressive academic career behind him, and the status of a first-class international expert on economics. Richard Nixon, one of five US Presidents for whom Arthur Burns acted as advisor, expressed his high opinion of him in these words: "Shortly after he joined my cabinet in 1969, he demonstrated why I was right in selecting him as my first White House Counselor. At our first meeting in the Oval Office, he explained his role. He said: 'Mr President, most advisors tell a President what he wants to hear. I believe it is the responsibility of an advisor to tell you what you need to hear.' He never failed to meet this standard."

The ability always to say and do what he thought essential likewise characterized his term of office as Central Bank Governor.

The incidental conditions for that office could hardly have been more difficult. The collapse of the Bretton Woods exchange-rate system, the global oil crisis and recession, accompanied by strong inflationary pressures. But Arthur Burns set to work resolutely and persuasively; he made it clear that central banks could not be expected to bear the entire burden of fighting inflation on their own. Without the support of other policy areas, after all, a monetary policy geared to price stability soon encounters its limits. Incidentally, this perception is just as true today as it was then.

Finally, Arthur Burns made an invaluable contribution to US-German relations during the four years when he served as US ambassador to Germany. In 1985 he expressed his love affair with Germany in these words: "I've fallen in love with Germany; that's not difficult." But notwithstanding that love – it was he who analyzed and pinpointed the structural weaknesses of the German economy back in the early eighties.

Arthur Burns, who always regarded his assignment in Germany as a "mission among friends", knew that friendship can also tolerate criticism, provided that it is constructive – indeed, it actually needs such criticism. Against this background, I should like to pay tribute today to a great friend of – and authority on – Germany.

In his famous textbook "Economics", Paul Samuelson, winner of the Nobel Prize for Economics, quotes the American actor Will Rogers, who allegedly said that

"There have been three great inventions since the beginning of time: fire, the wheel and central banking."

As a central banker, I do not wish to make any further comment on my profession being mentioned in the same breath as fire and the wheel.

I only want to remark that we can now add a further creation – the euro - to those great inventions.

There are some of you who will doubtless feel that adding the euro to that list is a slightly provocative statement to make – especially in the United States with its strong dollar at present.

In point of fact, the adoption of the euro has introduced a currency for which monetary policy has been communitised but not the other areas of economic policy. That has no parallel in history and has created a situation to which many still have to become accustomed.

- How will the participating countries manage to cope without their own monetary and exchange-rate policies on a permanent basis?
- And conversely: how will a single monetary policy cope with the fact that it now faced not with just one but with 11 different national economic policies?
- How is a currency of that kind assessed on the international currency and financial markets?

Those questions are far from easy to answer.

The financial markets are apparently having particular difficulties in recognising the new currency's potential.

I am aware that there are no prizes for originality to be won at the moment by insisting that the euro has the potential to appreciate. But that statement nevertheless remains correct, as I would like to explain in detail shortly.

In passing, I should like to call to mind the situation a few years ago when the dollar was hitting all-time lows. When our American colleagues made assurances at that time that they were interested in a strong dollar – assurances which they, too, often repeated – scarcely anyone in the markets seemed to notice at first either. Many of them probably came to regret that later.

II

It is nevertheless interesting that it is certainly not doubts about the anti-inflationary resolve of European monetary policymakers that is currently perceived by the public to be the reason for the euro's weakness.

At present, many market players are probably focusing more on the long-term outlook for growth and the expected differences in that respect between the United States and Europe.

Barry Eichengreen, professor of economics at Berkeley, said recently that the explanation for the weakness of the euro lies in a changed perception of the revolution in information technology and its implications for productivity and competitiveness in Europe and the USA:

Such assessments ignore two things:

- First, the strong growth in America undoubtedly also has its risks. These lie in the high level of the stock market, the large current account deficit and the low saving ratio.
- Second, the positive stimuli to growth that exist in Europe are frequently underestimated. It is not just that all the forecasts predict that Europe will emerge from the shadow cast by the US economy. Even the longer-term stimuli are not noticed sometimes.

III

That applies, not least, to those stimuli that are being generated by the euro itself.

That is because monetary union is a classic example of the proposition that a merger produces greater value than the sum of its individual parts.

With regard to Europe and the euro, this means that the countries participating in the European monetary union have greater opportunities for growth now that they have a single currency than they did before on their own.

The euro has, in fact, created a large monetary and economic area with a considerable purchasing power which is exceeded only by that of the United States.

Altogether, the 11 countries of the euro area account for around 15 ½ % of global GDP. This share is roughly double that of Japan and 6 % below that of the USA, which has around 21 %. By contrast, Germany, as the largest country in the euro area, on its own has only a share of about 4 ½ % of global GDP.

The euro area also has the largest share in global trade. Its share of total global exports is around 19 ½ %, compared with a figure of 15 % for the USA and 8 ½ % for Japan.

It is scarcely possible to overstate the impetus to competition and growth that can be given by a single large market – a phenomenon which has existed in the USA for a very long time: On the one hand, enterprises in the euro area can grow to a size that makes them globally competitive, the key words in this context being: mergers, acquisitions, strategic alliances, joint ventures.

Secondly, internal competition – within the euro area – will also increase, as it is still the case that the bulk of the individual euro-area countries' trade is with other participating countries. This trade is now domestic trade for the euro area as a whole, in which exchange rates no longer enter into the equation.

Both factors – a single large market and the intensification of internal trade – will tend to enhance what economists call the growth of potential output in the euro area. At least on the supply side, these factors are likely to boost productivity and growth in the euro area over the longer term as well.

Admittedly, fiercer competition will mean that the challenges become greater. Competition exerts pressure:

- on enterprises, to restructure if profit margins are shrinking,
- on both sides of industry, to stay within the available scope for productivity and to dismantle rigidities on the labour market

- and on national policymakers, to create underlying conditions that are conducive to investment, to consolidate budgets, to put the social security systems on a sound basis, and to provide the right incentives on the labour market.

If the countries sidestep this pressure to reform, a strain will be placed on the euro.

Alternatively, this pressure may mean the euro becomes a catalyst for devoting more energy to pressing ahead with necessary reform projects that have either been neglected or tackled only half-heartedly up to now.

To that extent a stimulus exists for the euro area to develop into – shall I say – a "new economy".

I hesitate to use that term in this context as I know how difficult it is to identify – let alone, forecast – such shifts in the trend-growth of economies.

But there is also another reason why I hesitate to use that term: it is often used as a synonym for the proposition that all the laws of economics have now supposedly been suspended. That is nonsense, of course. Technology changes, markets change, but economic laws do not. And, even in this brave new world, the rate of inflation will go up if monetary policy is overly expansionary.

Whatever one may make of the "new economy" – one thing is certain: the euro has enhanced Europe's potential for growth.

And this was lent additional support by the declaration of intent of the Heads of State and Government of the European Union at their summit in Lisbon, where they set the new strategic objective of making the Union the most competitive and dynamic knowledge-based economic area in the world.

Admittedly, general declarations of intent alone have never made anyone more competitive.

In a comparative study, the OECD comes to the conclusion that the share of knowledge-based industries in Germany is similar to that in the United States at over 50 %. Germany's highest growth in investment is in software.

And, for creating a knowledge-based economy, it is undoubtedly a significant factor that the labour force in Germany is generally highly qualified. That makes it easier to adopt new technologies.

IV

That takes me on to the question of whether the opportunities on offer are also actually being used.

I do indeed have the impression that the necessary restructuring of the European economy is under way.

The changes are perhaps most clearly visible in the financial markets, where Europe is currently being confronted with a massive surge of initial public offerings on the stock market. More than 200 new innovative enterprises are now listed on the *Neuer Markt* and investment in venture capital in Germany rose by five billion D-Marks in 1999.

A lot is happening at the moment on the mergers and acquisitions front.

The process of concentration is going beyond national frontiers and traditional market segments, and is helping to open up the global market.

Operational efficiency is being enhanced. Costs are falling. And resources can be saved at the macroeconomic level as well.

Since the mid-nineties, when German industry ran into competitive difficulties due to the exchange rate, internal reforms have been taking place in German enterprises – in some cases, accompanied by a considerable number of redundancies. I firmly believe that German industry is now highly productive and competitive.

What is sometimes also underestimated abroad is the extent of reforms in the public sector, for example, in Germany. Certainly, there is still a lot that can be done in that area.

But what is occasionally overlooked is that large-scale privatisations of telecommunications, postal services, the electricity industry and the railways have taken place or are planned, and that industry is using the opportunities which this presents.

V

Things are also moving in the field of fiscal policy – including in Germany. The deficit ratio has been falling since 1997 – not least owing to the convergence criteria stipulated by the Maastricht Treaty.

Even though the public finance situation is less than ideal when measured against the objectives of the Stability and Growth Pact, notable progress has still been made.

The Federal German government has resolved to pursue a strict course of consolidation, making savings of 30 billion D-Marks in 2000, and is aiming for a deficit ratio of 0.5 % in 2003.

At first glance, that may not seem particularly impressive. However, tax cuts are accompanying the consolidation process.

This dual strategy – fiscal consolidation, on the one hand, and tax reductions, on the other – will give back financial scope to the private sector. The reform of corporate taxation will make Germany more attractive as a location for investment. A lowering of corporation tax to 25 % is envisaged.

Capital gains from the disposal of participating interests are to be tax-free. This will make restructuring of the corporate landscape easier in future. As a result, Germany might also become interesting as a location for holding companies.

There are some aspects of the planned reform to which objections could perhaps be raised from the point of view of the overall tax structure, but, all in all, the proposals point in the right direction.

So you see, there are a lot of encouraging signs.

There is thus no reason to fear that the euro will be persistently weak on account of Europe's enterprises lagging behind in productivity and competitiveness.

The available opportunities for growth will have to be seized, however. Enterprises must press on with reorganising the economy. Policymakers will have to go ahead with the necessary structural reforms in public finance, the social security systems and on the labour markets.

VI

What part can European monetary policymakers play in this?

Trying to set targets for growth is certainly not the answer. That would surely be counterproductive.

The best way that monetary policymakers can contribute to sustained growth is by pursuing a monetary policy that is consistently geared to the objective of stability.

With a stable currency, prices provide an undistorted reflection of the conditions of supply and demand. Efficiency is increased.

Valuable resources are saved. With a stable currency, investors do not have to pay risk premia on the interest rate. Investment is stimulated. All of that fosters growth.

What is the situation in terms of price stability in Europe?

The euro has a very positive record in that respect.

Despite the recent stronger upside risks to price stability, the internal value of the new currency in its first year was impressively stable.

In the first 12 months the rate of price increase was in some cases well below the 2 % mark, which is the definition of price stability adopted by the Governing Council of the European Central Bank (ECB). The rate of price increase in the euro area was 1.1 % – a dream result even by German standards.

In January of this year, the inflation rate hit the 2 % mark. But it is expected that it will be below 2 % for the year 2000 on an annual average. By its policy, the Governing Council of the ECB is making it absolutely clear that it will go on conducting a monetary policy

oriented to internal stability in future. That monetary policy strategy is based on two pillars.

Monetary growth – on which the first pillar of the ECB's strategy rests – has been above the reference value of 4 ½% for some time. Lending to the private sector, too, has been persistently strong. Both indicated that liquidity in the euro area was more than adequate.

The second pillar of the strategy is a broad assessment of the outlook for future price developments. Lately, most of the relevant indicators having been pointing upward over the medium term – undoubtedly due in part to the rise in oil prices and, of course, also to the downward movement of the euro exchange rate

This exerts pressure on import and producer prices. And, because of second-round effects, they can in turn affect consumer prices. Happily, the pay agreements recently concluded in Germany have been quite within the scope for national income distribution. To that extent, the risk of second-round effects has been reduced. The same applies to OPEC's decision to step up production of crude oil.

In line with its monetary policy strategy, the ECB Governing Council has now raised its key interest rates three times. Those decisions to raise interest rates took account of the existing upside risks to prices. They were taken to ensure continuing tension-free economic growth in the euro area, which is the basis for a sustained development of economic growth.

There is thus no doubt about the ECB Governing Council's resolve to safeguard price stability. That is significant because the future outlook for internal price stability – in other words, inflation expectations – are of major importance for a currency's potential – perhaps even more important, in fact, than the current stability situation. That is because it is primarily the future that is traded in the foreign exchange markets. On the monetary side, the future for the euro looks decidedly good.

Experience has shown that, ultimately, the internal stability of a currency is invariably also reflected in its external value. Naturally, the adjustment must not be in the sense that internal stability follows a weak external value. Rather, the external value will follow a strong internal value. The current scepticism in the financial markets concerning the euro is undoubtedly exaggerated. From a medium-term perspective, certainly, there are no grounds at all for a weak euro.

Europe has all the opportunities and conditions needed. And I am confident that Europe will also make use of those opportunities.

Sendesperrfrist: 09. Mai 2000, 11.00 Uhr

Deutsche
Bundesbank

Edgar Meister

Mitglied des Direktoriums
der Deutschen Bundesbank

**Die Stabilität von Finanzsystemen – Chancen und Her-
ausforderungen für Banken und Aufsichtsbehörden**

Vortrag bei der
Bankwirtschaftlichen Tagung des Bundesverbandes der
Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken,
Timmendorfer Strand,
Dienstag, den 9. Mai 2000

|

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

gerne bin ich heute nach Timmendorfer Strand gekommen, um an der bankwirtschaftlichen Tagung des BVR teilzunehmen. Das „Management des Kreditrisikos“ ist eine Thematik, die Banken und Aufseher gleichermaßen beschäftigt.

Krisenhafte Entwicklungen in Volkswirtschaften werden fast immer durch Schwächen im Finanzsystem der betroffenen Länder begleitet, verstärkt oder ausgelöst. Von daher kommt einem stabilen Finanzsystem und damit einer effizienten Bankenaufsicht eine ganz besondere Bedeutung zu.

Auch wenn sich die Finanzmarktkrisen in den emerging markets weitgehend beruhigt haben, bleibt es eine Herausforderung, die Finanzmarktsysteme robuster zu machen und in ihrer Funktionsfähigkeit zu stärken. Hierbei ergeben sich für alle Beteiligten - Banken wie Aufseher - Gestaltungschancen und Mitwirkungspflichten.

Die Sicherung der Stabilität unserer Finanzsysteme kann also nicht allein als eine Aufgabe für die Ordnungspolitik bzw. die Aufsichtsbehörden verstanden werden. Insbesondere die „Global Player“ tragen höhere Verantwortung, da einerseits ihre Liquidität und Solvenz systemrelevant ist und sie andererseits am stärksten von der Globalisierung der Märkte pro-

fitieren. Letztlich wird der Staat bei der Festlegung der Rahmenbedingungen auch darauf zu achten haben, ob die Marktteilnehmer bereit sind, von ihnen selbst geschaffene Risiken im Vorfeld staatlicher Interventionen eigenständig zu lösen.

II

Meine Damen und Herren, unzweifelhaft ist das nationale und internationale Bankgeschäft seit längerem durch einen tief greifenden Strukturwandel gekennzeichnet, der durch die Einführung des Euro noch akzentuiert wird. Hinter vielen Veränderungen steht als eine treibende Kraft der enorme technologische Fortschritt. Das Internetbanking beispielsweise – um nur einen aktuellen Bereich herauszugreifen – schafft eine ganz neue, virtuelle Plattform für den Wettbewerb. Auch kleine Banken können sich mit ihrem Internetauftritt in viel stärkerem Maße als bisher neben größeren Instituten erfolgreich positionieren. Technologie und speziell Internet bergen natürlich auch Risiken: Auf Seiten der Bank z.B. strategische Risiken, d.h. verpasst man vielleicht den Anschluss an die Konkurrenz durch zu spätes Reagieren, oder mangelnde Verfügbarkeit und Sicherheitsrisiken. Die Aufsicht beobachtet die Entwicklung sehr genau und hat ihrerseits Probleme zu lösen. Insbesondere erlaubt es das Internet, praktisch von jedem Ort der Welt Finanzdienstleistungen

anzubieten. Dabei ist es zum Teil schwierig für den Kunden zu erkennen, wo der juristische Sitz des Anbieters ist und ob es sich um ein lizenziertes Unternehmen handelt. Eine nur nationale Beaufsichtigung des Internetbanking ist daher unzureichend. Der Baseler Ausschuss hat eine eigene Arbeitsgruppe eingesetzt, die sich mit dieser Frage beschäftigt. Ich sehe hier aber auch ein Betätigungsfeld für die Banken selbst und für den Verbraucherschutz - den Verbraucher zu informieren und zu verantwortungsvollem Handeln anzuhalten.

Eine andere aktuelle Herausforderung für die Bankenaufsicht ist die anhaltende Konsolidierung im Bankgewerbe durch Übernahmen und Fusionen. Diese findet in allen drei Säulen unseres Bankensystems statt. Bei den Kreditgenossenschaften und den Sparkassen geht es insbesondere darum, lokal und regional die Position des Instituts zu stärken durch die Schaffung von größeren Betriebseinheiten, die betriebswirtschaftlich vorteilhafter sind. Ich weiß, dass der Konsolidierungsprozess bei den kleineren Banken teilweise politisch nicht leicht ist, aber der gerade auch von den Kreditgenossenschaften eingeschlagene Weg erscheint mir richtig und zukunftsweisend. Auch unter dem Blickwinkel der Aufsicht und der Sicherungssysteme im Bereich der Kreditgenossenschaften ist eine solche Konsolidierung zu begrüßen, ja, sie ist m. E. sogar notwendig.

Bei den größeren und großen Instituten geht es häufig um die Schaffung möglichst großer Banken, die in Deutschland, aber

auch den wichtigsten Plätzen Europas und der Welt im Wettbewerb bestehen können. Mit solchen Fusionen gehen i. d. R. erhöhte Risiken einher. Von Intransparenzen, man gelnden Kontrollmöglichkeiten durch das Management bis hin zum Scheitern von Fusionen.

Der ganze Prozess von Fusionen und Übernahmen muss von der Aufsicht begleitet werden, damit in der Übergangsphase zur neuen Struktur keine Systemrisiken virulent werden. Nach erfolgter Fusion von Mega-Playern ist die Aufsicht mit dem Problem konfrontiert, dass die Zahl der Institute steigt, die als „too big to fail“ gelten.

Vielfach kann sich ein Institut dem weit greifenden nationalen und weltweiten Fusionstrend nicht verschließen, will es nicht selbst im Wettbewerb zurückfallen. Auch vom Markt „erzwungene“ Fusionen müssen sorgfältig vorbereitet und mit Augenmaß umgesetzt werden.

Ob eine Fusion Fluch oder Segen ist, stellt sich meist erst später heraus. Häufig sind Misserfolge auf unterschiedliche Führungs- und Unternehmenskulturen zurückzuführen. Unterschiedliche Unternehmenskulturen lassen sich nicht einfach addieren, um aus beidem das Beste mitzunehmen. Auch die „Chemie“ zwischen den Fusionskandidaten muss stimmen.

Größe ist freilich nicht die Einzige und muss auch nicht immer die richtige Strategie sein, um die Herausforderungen der Globalisierung erfolgreich zu bestehen. Neben den ganz großen „Playern“ werden immer auch weniger große Unternehmen ihre Stärken beweisen können. Zu diesen Stärken gehört nicht nur die Fähigkeit, Nischen erfolgreich zu besetzen und neue Herausforderungen auf den Märkten und in der Technik frühzeitig zu erkennen. Vielmehr kommt es ebenso darauf an, die notwendigen Anpassungsmaßnahmen zielfestig umzusetzen und sich ergebende Chancen konsequent zu nutzen.

Die gegenwärtigen Herausforderungen für die Aufsicht sind daher vor allem in der Technologisierung der Finanzgeschäfte, in dem sich beschleunigenden Wandel der Strukturen, der Verflechtung der Märkte und der anhaltenden Entwicklung innovativer Produkte begründet. Die sich daraus ergebenden Arbeitsschwerpunkte sind vor allem

- die Schaffung weltweiter aufsichtlicher Grundvoraussetzungen als Basis international stabiler Finanzsysteme,
- die Weiterentwicklung der aufsichtlichen Erfassung der wichtigsten bankbetrieblichen Risiken,
- die Anpassung der bankaufsichtlichen Methoden,
- die Vertiefung der Transparenz der Märkte und
- die Verbesserung der Offenlegungspraktiken der Marktteilnehmer,

- sowie in institutioneller Hinsicht eine Intensivierung der Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsinstanzen auf nationaler und internationaler Ebene.

Zentrale Nebenbedingung jeder Regulierung des Finanzsektors bleibt dabei stets die Herstellung eines nationalen, europäischen und möglichst auch globalen "level playing fields" für alle Marktteilnehmer.

III

Meine Damen und Herren, mit den liberalisierten und globalisierten Märkten haben Komplexität und Risikogehalt der Bankgeschäfte erheblich zugenommen. Damit bleibt die Frage der adäquaten Eigenkapitalunterlegung dieser Risiken unverändert im Mittelpunkt der bankaufsichtlichen Bemühungen um Systemstabilität.

Mit der Revision des Baseler Eigenkapitalstandards (kurz Basel II) arbeitet der Baseler Ausschuss an einem Projekt, das grundlegende Neuerungen für eine risikoadäquate Eigenkapitalunterlegung und ergänzende Elemente bringen wird. Ziele sind dabei, die Banken zu einer Verbesserung ihres Risikomanagements durch genauere Risikomessung zu bringen und das sog. regulatorische an das von Finanzinstituten selbst als ökonomisch erforderlich erachtete Eigenkapital anzunähern.

Ein ganz zentraler Punkt aus deutscher Sicht ist dabei die Anerkennung bankinterner Ratingverfahren zur Bonitätsbeurteilung als Basis für die Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung. Diese Frage ist insbesondere unter Wettbewerbsgesichtspunkten von großer Bedeutung, denn die Kreditinstitute in Europa würden durch eine ausschließliche oder hauptsächliche Verwendung externer Ratings benachteiligt. Durch die verhältnismäßig geringe Verbreitung externer Ratings in Europa würden von hiesigen Kreditinstituten letztlich höhere Eigenkapitalunterlegungen gefordert als insbesondere in den USA. Darüber hinaus wäre es problematisch, wenn die Anforderungen für die Verwendung interner Ratingverfahren so hoch gesetzt würden, dass nur eine geringe Zahl von Kreditinstituten diese Hürde nehmen könnte. Dadurch wären Wettbewerbsverzerrungen innerhalb der deutschen Kreditwirtschaft vor allem zwischen größeren und kleineren Instituten zu erwarten. Außerdem könnten sich – als Folge daraus – die Wettbewerbsbedingungen für die Kunden kleinerer Institute verschlechtern. Bundesbank und Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen haben deshalb in den Baseler Verhandlungen erreicht, dass auch ein technisch einfacher interner Rating-Ansatz als Einstiegslösung (sog. foundation approach) vorbereitet wird. Damit verfolgen wir das Ziel, interne Ratings prinzipiell für alle Kreditinstitute zu öffnen. Die Regulierungs- und Bürokratielasten und damit auch die Kosten sollen für die Kreditinstitute möglichst gering bleiben. Ich gehe deshalb davon aus, dass das interne Rating insgesamt nicht zu einer

Verteuerung der Kredite, sondern in den Fällen, in denen es bei entsprechender Bonität gerechtfertigt ist, sogar zu niedrigeren Kreditkosten führen wird. Des Weiteren unternehmen insbesondere die Verbände sowohl im Sparkassen- als auch im Genossenschaftssektor erhebliche Anstrengungen, ihre Mitgliedsinstitute beim Aufbau interner Ratings zu unterstützen. Die Bundesbank sieht diese Bemühungen sehr positiv, da auch damit nicht nur Wettbewerbsnachteile für unsere Kreditinstitute vermieden werden können, sondern eine „flächendeckende“ Verbesserung des Risikomanagements der Institute zu erwarten ist.

Mit einer breiten Nutzungsmöglichkeit interner Ratingverfahren wird zudem sichergestellt, dass kleinen und mittelständischen Unternehmen der Zugang zu kostengünstigen Bankkrediten erhalten bleibt und die hohe Verfügbarkeit von Bankkrediten auch künftig gewährleistet ist.

Nach dem derzeitigen Verhandlungsstand in Basel bin ich optimistisch: Die zeitgleiche und gleichberechtigte Anerkennung bankinterner Ratingverfahren hat gute Realisierungschancen. Diese ursprünglich deutsche Position ist inzwischen zu einem gemeinsamen europäischen Anliegen geworden. Ohne die Anerkennung eines breit angelegten internen Ratings ist Basel II kaum vorstellbar.

Über die exakten Kriterien für die Verwendung interner Ratings und dessen Ausgestaltung wird weiter zu reden sein.

Jedenfalls müssen die verwendeten Risikoklassen über Ausfallwahrscheinlichkeiten definiert werden. Die Anzahl der Risikoklassen für solche Verfahren wird vermutlich größer sein, als die bisher für das externe Rating vorgesehenen vier Klassen. Damit ergibt sich eine feinere, d. h. genauere Risikodifferenzierung. Zudem meine ich, dass es zu keiner absoluten Festlegung der Risikostufenanzahl kommen sollte. Vielmehr erscheint mir, im Interesse einer wünschenswerten Weiterentwicklung der Verfahren, die Vorgabe lediglich einer Mindestanzahl von Klassen sinnvoll.

Wichtig ist zudem, dass die großenmäßige Streuung eines Kreditportfolios beim internen Rating mit berücksichtigt wird. Hier haben wir einen m. E. verständlichen Wunsch der deutschen Kreditwirtschaft aufgegriffen und auch bereits in Basel so vertreten. In der Tat ist das Risiko bei einem Portfolio, das aus vielen kleineren Krediten besteht geringer als in einem Portfolio mit einigen wenigen großen Krediten. Die konzeptionellen Arbeiten in Basel zu diesem Thema laufen unter dem Stichwort Granularität. So weit erkennbar, ist die Bereitschaft gegeben, die großenmäßige Ausgewogenheit eines Portfolios in Basel II begünstigend zu berücksichtigen. Die Arbeiten hierzu befinden sich aber erst in einem frühen Stadium.

Meine Damen und Herren, eine zentrale Frage bewegt die Kreditwirtschaft: Wird die Neufassung des Baseler Akkords zu einer Entlastung der Banken beim Eigenkapital führen? Tatsache ist, dass aus der stärkeren Differenzierung von

Kreditrisiken sowie der breiteren Berücksichtigung von Kreditsicherheiten und Kreditderivaten ein vermutlich deutlicher Rückgang der durchschnittlichen Eigenkapitalunterlegung zu erwarten ist. Damit würde eine Unterdeckung für „Andere Risiken“ eintreten wie z. B. das Zinsänderungsrisiko des Anlagebuches und das operationale Risiko, das etwa Betriebs-, Rechts- und Reputationsrisiken enthält. Diese Risiken waren bisher in den 8 % von Basel I enthalten. Würde diese pauschale Risikoerfassung nunmehr ersatzlos entfallen, so führt dies zu einer markanten Absenkung der Eigenkapitalausstattung unter das gegenwärtige Niveau. Das wäre angeichts der im Bankgeschäft gestiegenen Risiken und der erhöhten Volatilität der Märkte ein Signal in die falsche Richtung. Insofern wäre es nur konsequent, wenn für die bei vielen Banken bedeutenden Zinsänderungsrisiken im Anlagebuch und auch für die operationalen Risiken eine explizite Eigenkapitalanforderung eingeführt wird.

Für die Zinsänderungsrisiken des Handelsbuchs wurde bereits 1996 vom Baseler Ausschuss eine Eigenkapitalunterlegung eingeführt. Es ist jedoch gerade bei einer typischen Universalbank kaum zu begründen, das Zinsänderungsrisiko im Handelsbuch mit Kapital zu unterlegen, das tendenziell höhere Zinsänderungsrisiko im Anlagebuch, d. h. beim traditionellen Kreditgeschäft und den Verbindlichkeiten, aber unberücksichtigt zu lassen. Zumindest für Banken, deren Risiko in diesem Bereich deutlich über dem Durchschnitt liegt, sollte

in den neuen Regeln daher eine Kapitalunterlegung vorgesehen werden.

Im Bereich der operationellen Risiken wird in Basel weiter intensiv daran gearbeitet, geeignete Anknüpfungspunkte und Verfahren für die Messung dieser Risiken zu finden. Dies ist sicher keine leichte Aufgabe. Deshalb ist Basel hierbei in besonderem Maße auf die Mitwirkung der Kreditinstitute angewiesen. Internationaler Gesprächspartner ist hier das IIF (Institute for International Finance). Letztlich wird die Bankenaufsicht in diesem Bereich auf die Erfahrungen der Banken (hier insbesondere der global player) zurückgreifen, die sehr wohl eine Vorstellung davon haben, in welchem Umfang bei ihnen solche Risiken bestehen.

In diesem Zusammenhang ist allerdings nicht vorgesehen, einen Eigenkapitalzuschlag für Zinsänderungsrisiken und sonstige Risiken in Ansatz zu bringen, der die angestrebte Entlastungswirkung beim Kreditrisiko überkompensiert oder den Anreiz der Banken mit Blick auf eine verbesserte Creditsteuerung zur Ersparnis von Eigenkapital unterläuft. Im Ergebnis werden wir eine stärkere Differenzierung bei den Eigenkapitalanforderungen haben, und ich glaube sogar, dass insgesamt eine gewisse Eigenkapitalentlastung eintreten wird.

Der als zweite Säule im Konsultationspapier enthaltene "Supervisory Review Process" (SRP) hat nicht weniger zu Dis-

kussionen Anlass gegeben als die Verfeinerung der Eigenkapitalunterlegungsverfahren. Denn sicher entspricht der SRP insgesamt mehr dem angelsächsischen Aufsichtskonzept als unserer derzeitigen bankaufsichtlichen Praxis. Mit den Prüfungen zur Einhaltung der Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften sowie zur Anerkennung bankinterner Risikosteuerungsmodelle haben jedoch schon seit einigen Jahren bedeutende qualitative Elemente auch in die deutsche Aufsichtspraxis Einzug gehalten.

Auch in Kontinental-Europa müssen wir zu einer Aufsicht kommen, die näher am tatsächlichen Geschehen, d.h. den Banken, ihren Geschäften und damit ihren Risiken ist. Mit Blick auf die eingangs erwähnten raschen Strukturveränderungen, den neuen technologischen Möglichkeiten und nicht zuletzt wegen der Konsolidierungsbewegungen im Bankensystem ist die on-site Tätigkeit und der unmittelbare Einblick in Entwicklungen und Geschäfte bei Banken notwendiger denn je. Insoweit stellt die Revision des Akkords einen weiteren Schritt auf dem Weg dar, unsere Aufsicht marktnäher zu gestalten. Die deutsche Aufsicht ist darauf vorbereitet, entsprechende Aufgaben zu übernehmen. So verfügt die Bundesbank in den vorher genannten Bereichen Modelleprüfungen und Handelsgeschäftsprüfungen bereits jetzt über ca. 70 qualifizierte Prüfer.

Kritisch am SRP wird von der deutschen Kreditwirtschaft insbesondere die individuelle Adjustierung von Mindestkapital-

quoten gesehen. Ich teile diese Kritik nicht. Beim SRP geht es in erster Linie um die Beurteilung der Risikolage einer Bank und in aller Regel um Maßnahmen und Anstöße seitens der Aufsicht zur Verbesserung der Risikosituation. Sollte es im Rahmen des "Review-Prozesses" zu negativen Feststellungen kommen, wird die Aufsicht qualitative Verbesserungen (z. B. Auflagen im Risikomanagement) anregen und wo nötig auch fordern. Nur als „ultima ratio“, also in den Ausnahmefällen, in denen solche qualitativen Maßnahmen nicht erfolgreich sind oder erhebliche Risiken nicht ausreichend begrenzt werden, wird es zur Festsetzung höherer Kapitalquoten kommen. Dabei wird es sich hier sicher nicht um ein mechanistisches Vorgehen handeln. Im Übrigen verfügt das BAKred gemäß Grundsatz I und KWG auch heute schon über die Möglichkeit, bei den Eigenkapitalanforderungen Sonderverhältnisse zu berücksichtigen, was zum Teil auch praktiziert wird.

Ich halte es allerdings für notwendig, dass die im Rahmen des SRP zu prüfenden Felder und Bereiche zwischen den Aufsichtsinstanzen in den Grundsätzen und zentralen Eckpunkten abgestimmt werden, um auch hier national wie international ein „level playing field“ zu gewährleisten. Nach unserer Erwartung wird der SRP nicht zu Wettbewerbsverzerrungen führen.

Meine Damen und Herren, Basel II wird die internationale und die nationale Bankenaufsicht wiederum nachhaltig ver-

ändern. Nachdem mit Basel I zunächst allein die Eigenkapitalregeln weltweit harmonisiert wurden, werden mit Basel II auch die Aufsichtspraktiken in Form des SRP etwas stärker einander angenähert, und es wird der Markt - zumindest für die größeren Banken - als „komplementäre Aufsichtsinstanz“ umfangreicher als bisher genutzt.

Wer zu den Gewinnern und Verlierern im internationalen Wettbewerb gehört, darf nicht durch Aufsichtsregeln entschieden werden, sondern allein durch die Wettbewerbsstärke der Kreditinstitute in einem harmonisierten Aufsichtsrahmen.

IV

Meine Damen und Herren, moderne Eigenkapitalregeln und effiziente Risikomanagementsysteme der Marktteilnehmer stellen nur einen, wenn auch sehr wesentlichen Aspekt zur Erhaltung der Systemstabilität von Finanzmärkten dar.

Eine wichtige Lehre aus den Krisen der Vergangenheit ist die Notwendigkeit besserter Transparenz an den Finanzmärkten. Größere Transparenz an den Finanzmärkten kann einen Beitrag leisten, allen Beteiligten bessere Entscheidungsgrundlagen an die Hand zu geben und so zu einem Mehr an Marktdisziplin beizutragen.

Auf der Gläubigerseite ist die Frage der Transparenz mit der Revision des Baseler Eigenkapitalakkords erneut in den Vordergrund gerückt. Die Transparenz als dritte Säule des Consultationspapiers soll auf der einen Seite zu verbesserten Informationen über das Risikoprofil sowie die Kapitalstruktur und -ausstattung zur besseren Urteilsbildung der Marktteilnehmer führen. Auf der anderen Seite wird eine gesteigerte Marktdisziplin den Banken Anreize geben, ihre Geschäfte in einer vorsichtigen, soliden und effizienten Weise zu führen. Letzteres wiederum vermag die Bemühungen der Aufsicht zur Förderung der Sicherheit und Solidität des Finanzsystems zu unterstützen.

Von deutscher Seite wird die Rolle zusätzlicher Transparenz anerkannt und in den Verhandlungen mitgetragen. Allerdings sollte man auch hier nicht über das Ziel hinausschießen und nicht möglichst viele Informationen, sondern sinnvolle Daten verlangen.

Zudem sollte man sich bewusst sein, dass Transparenz an den Finanzmärkten eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für dauerhafte Stabilität von Finanzsystemen ist, gibt es doch auch Erfahrungen, dass selbst auf erkennbare Risiken häufig nicht in ausreichendem Maße reagiert wurde.

Darüber hinaus sollten m. E. an kleinere Institute, die nicht den Baseler Vorschriften unterliegen, nicht die gleichen Transparenzanforderungen gestellt werden wie an international tätige Banken. Dies ist aber ein Thema, dass in Brüssel zu diskutieren ist und nicht in Basel.

V

Meine Damen und Herren, neben den materiellen Fragen der Schaffung stabiler Finanzsysteme stellen sich durch die geänderten Rahmenbedingungen auch Herausforderungen hinsichtlich der institutionellen Ausgestaltung der Aufsicht. Dabei spielt zum einen sowohl der Bedeutungszuwachs der Finanzmärkte von emerging markets als auch die in der Finanzbranche stetig fortschreitende Europäisierung und Globalisierung eine entscheidende Rolle. Zum anderen ist hier die fusionsbedingte Entstehung von Finanzriesen bedeutsam. Dabei werden immer mehr Unternehmensgebilde entstehen, die sich staatenübergreifend „aufstellen“ und die Geschäftsfelder vereinen, die unterschiedlichen Aufsichtsinstanzen unterstehen.

Für die Sicherung der Systemstabilität sind weltweit verschiedene Institutionen zuständig, angefangen beim IWF bis hin zu den nationalen Aufsichtsinstanzen. Unter den genannten, sich wandelnden Rahmenbedingungen kommt der

verstärkten Zusammenarbeit bzw. Koordination der Aktivitäten dieser Institutionen eine Schlüsselrolle zu.

Besonders betonen möchte ich in diesem Zusammenhang, dass zur Sicherung der Systemstabilität und zur Bewältigung der Herausforderungen der Globalisierung nicht notwendigerweise neue Institutionen erforderlich sind. Vielmehr geht es in erster Linie um die effizientere Koordinierung der Arbeit bestehender Institutionen.

Mit dem Financial Stability Forum besteht eine internationale Plattform, die es ermöglicht, die Koordination und den Informationsfluss zwischen allen maßgeblichen Akteuren im Interesse der Systemstabilität zu verbessern.

VI

Auf europäischer Ebene wird insbesondere im Zusammenhang mit der Einführung des Euro diskutiert, inwieweit mit der gemeinsamen Währung eine zentrale, einheitliche Aufsicht in Europa erforderlich ist. Angesichts der Zunahme grenzüberschreitender Tätigkeiten und Fusionen auch im Finanzsektor werden Befürchtungen laut, dass es für die nationalen Aufsichtsinstanzen immer schwieriger wird, die Institute wirksam zu beaufsichtigen.

Ich teile diese Befürchtungen nicht, ist doch die Bankenaufsicht mit der Internationalisierung des Finanzsystems mitgewachsen. Schon seit Jahren verfolgen die Aufsichtsbehörden eine eigene, recht erfolgreiche „Globalisierungsstrategie“ in Form von Kooperationen und internationalen Vereinbarungen. Dies gilt ganz besonders auch auf europäischer Ebene.

Die Bankenaufsicht in Europa ruht im Wesentlichen auf drei Säulen:

- harmonisierte Regeln,
- dem Grundsatz der nationalen Kompetenz in der Aufsicht sowie
- bilaterale und multilaterale Kooperation

Die Verantwortung für die Bankenaufsicht soll nach dem Maastrichter Vertrag bis auf weiteres bei den nationalen Stellen bleiben.

Für diese dezentrale Struktur der Bankenaufsicht sprechen m. E. gute Gründe. Insbesondere kann eine Aufsicht vor Ort aufgrund ihrer größeren Markt- bzw. Institutsnähe effizienter sein. Um den grenzüberschreitenden Aktivitäten Rechnung zu tragen, erfolgt auf bilateraler Ebene eine Zusammenarbeit von Heimatland- und Gastlandaufsichtsbehörden. Und, das möchte ich ausdrücklich betonen, die Zusammenarbeit steht nicht nur auf dem Papier, sondern ist mittlerweile tägliche

Praxis und wird mit einer Vielzahl so genannter „Memoranda of Understanding“ geregelt. Schließlich werden Fragen der Stabilität des europäischen Bankensystems im Rahmen der internationalen Kooperation durch das Banking Supervision Committee des ESZB behandelt. Und das gegenwärtige Aufsichtssystem verfügt über eine Erfolgsbilanz, die sich sehen lassen kann. Die jüngsten Krisen an den internationalen Finanzmärkten beispielsweise wurden vom europäischen Bankektor mühelos bewältigt.

Dass Europa über eine funktionierende Finanzaufsicht verfügt, bestätigt auch der kürzlich vorgelegte Bericht einer hochrangigen Arbeitsgruppe unter der Leitung des Niederländers Henk Brouwer im Auftrag des Ecofin-Rates der EU. Darin wird festgestellt, dass keine neuen Institutionen notwendig sind, es wird jedoch eine noch bessere Kooperation der zuständigen Stellen angeregt. Dies werden die Aufsichtsstellen unmittelbar aufgreifen und die Zusammenarbeit weiter vertiefen.

Neben den genannten Gründen sprechen aber auch politische und rechtliche Argumente gegen eine Zentralisierung der Aufsicht in absehbarer Zeit. Denn im Grunde ist das Auseinanderfallen von Währungsraum und Aufsichtstätigkeit lediglich ein Spiegelbild der fehlenden Politischen Union. Mit der Währungsunion wurde ausschließlich die Geldpolitik in Europa vergemeinschaftet, während andere Politikbereiche, wie die Finanzpolitik, aber auch die einzelnen Rechtssysteme

nach wie vor national ausgerichtet sind. Diese Problematik würde sich spätestens im Falle der Schließung einer Bank zeigen. Die zentrale Aufsichtsbehörde würde einen Schließungsbedarf erkennen und fordern, könnte eine solche Schließung aber nicht umsetzen. Entscheidung und Umsetzung müssten als hoheitliche Maßnahmen durch nationale Stellen erfolgen. Die Einrichtung einer europäischen Aufsichtsbehörde setzt auch die politische und rechtliche Basis dafür voraus. Derzeit ist freilich keine Bereitschaft erkennbar, Verwaltungs- und Rechtskompetenzen auf eine Gemeinschaftsinstitution zu übertragen.

Damit lässt sich die Struktur der Bankenaufsicht in Europa auf eine einfache Formel bringen: nationale Kompetenz plus intensive Kooperation und Koordination. Die Effizienz der Aufsicht auf europäischer Ebene ist dabei zu gewährleisten. Hinsichtlich der intensiven Kooperation seien beispielsweise genannt die regelmäßige gemeinsame Analyse der Stabilität des europäischen Finanzsystems, ein verstärkter Austausch auf nationaler Ebene verfügbarer finanzmarktrelevanter Informationen, die Schaffung einer EU-weiten Evidenzzentrale für große Kreditengagements sowie im sehr bedeutsamen praktischen Bereich die Abstimmung der Melde- und Reporting-Anforderungen der verschiedenen Länder.

VII

Meine Damen und Herren, eine solide und stabile Finanzarchitektur sowie Stabilität der Finanzmärkte resultieren nicht allein aus einer effizienten Banken- und Finanzmarktaufsicht sowie dem Mitwirken der Kreditinstitute. Von ebenso zentraler Bedeutung für die Stabilität des Finanzsystems sind eine solide Wirtschafts- und Finanzpolitik, transparente Märkte, Rechtssicherheit und politische Stabilität. Nur aus dem richtigen Zusammenspiel all dieser Faktoren kann eine gesunde, krisenfreie Wirtschaftsentwicklung resultieren, aus der sich letztlich gerade auch für die Banken große Chancen ergeben. Unser Bankensystem mit seinen drei Säulen hat sich m. E. insgesamt bewährt, vor allem wegen seiner in der Welt fast einzigartigen Stabilität. Dieses Erbe gilt es auch für die Zukunft zu erhalten.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

**Sendesperrfrist: 17. Mai 2000
16.00 Uhr MEZ**

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Banken und Beschäftigung - Perspektiven in der Welt des Euro

Rede beim Sparkassentag der ver.di Gewerkschaften

in Kassel

am 17. Mai 2000

I

Ver.di steht für „Vereinte Dienstleistungsgewerkschaft“. Dieser Name ist auf zwei Arten zukunftsweisend. Zum einen benennt er den immer wichtiger werdenden Bereich der Dienstleistungen und weist auf eine Bündelung der Kräfte hin.

Der andere Aspekt betrifft mehr das Logo. Mit dem Punkt im Namen reiht sich ver.di als gewerkschaftliches Äquivalent ein in die derzeit überaus populären und auch erfolgreichen „dotcom“ – Unternehmen des Internet.

II

Tatsächlich hat der Computer unsere Welt ungeheuer und ohne Beispiel verwandelt. Und nichts symbolisiert die enorme Geschwindigkeit des Wandels am Beginn des neuen Jahrtausends wohl eindrücklicher als das Internet.

Beim Radio dauerte es 38 Jahre, ehe es 50 Millionen Nutzer hatte. Auch das Fernsehen brauchte dafür 13 Jahre. Das Internet aber erreichte 50 Millionen Nutzer innerhalb von nur 4 Jahren. Und selbst in Deutschland, das sicherlich nicht zu den Pionieren des Internets gezählt werden kann, war Ende 1997 bereits jeder zehnte Erwachsene statistisch gesehen an das weltumspannende Netz angeschlossen.

Und dieser rasante Wandel hält an. Wer sich umschaut, stellt fest, dass alle gesellschaftlichen Bereiche Veränderungen unterliegen:

die Politik, die kulturellen Orientierungspunkte, die individuellen Verhaltensweisen und nicht zuletzt die wirtschaftlichen Verhältnisse. Insgesamt hat sich unser tägliches Leben und mit diesem natürlich auch das Arbeitsleben gravierend verändert.

Die Informations- und Kommunikationstechnologie automatisiert die Routinetätigkeiten und erhöht den intellektuellen Gehalt der Arbeit. Sie erfordert die Fähigkeit, Informationen zu verstehen, auf sie zu reagieren und Mehrwert mit ihnen zu schaffen. Kurz: Die Arbeit von immer mehr Menschen wird es sein, Daten in Wissen zu verwandeln. Treffen aktuelle Prognosen zu, werden schon im nächsten Jahrzehnt etwa vier Fünftel aller menschlichen Arbeiten aus dem Umgang mit Informationen bestehen.

Im Gegensatz zu materiellen Gütern können Informationen weitergegeben, verkauft und getauscht werden, ohne dass sie ihren ursprünglichen Besitzer verlassen. Informationsprodukte müssen nur einmal entwickelt werden, um von allen verwendbar zu sein. Damit werden die traditionellen Regeln der Massenproduktion auf den Kopf gestellt.

Bislang wurden Unternehmen hauptsächlich an ihrem Umsatz und dem Wert ihrer realen Güter gemessen. Mit der Verbreitung der Informationstechnik bildet sich dagegen eine Ökonomie, deren Unternehmen an dem Wert ihrer Ideen zu messen sind.

Zum wichtigsten Wettbewerbsvorteil eines Unternehmens wird seine Lernfähigkeit, das heißt die Fähigkeit, aus vorhandenem Wissen

neues Wissen, d. h. Innovationen zu entwickeln. Entsprechend übersteigen die Börsenwerte mancher Unternehmen mittlerweile ihre Buchwerte um ein Vielfaches. Ähnlich wie schon bei Finanzgeschäften orientiert sich ihr Wert an dem vermuteten Potential für künftige Erträge.

In der Welt der Verarbeitung von Wissen wird die Qualifikation und Lernfähigkeit des Einzelnen für ihn zum wichtigsten Wettbewerbsvorteil auf dem Arbeitsmarkt. Die Aus- und Weiterbildung erhält eine neue Dimension: Lebenslanges Lernen ist unabdingbar, um in einer sich wandelnden Welt seinen Lebensunterhalt zu verdienen.

Viele aus der Industriegesellschaft vertraute Denkmuster, Verhaltensweisen und Werte werden damit in Frage gestellt. So steht in der Informationsökonomie das Einkommen nicht mehr in Beziehung zur investierten Arbeitszeit, sondern hängt ab von dem Geschick, neue Probleme zu identifizieren und dafür effiziente Lösungen zu präsentieren. Standardisierte Ausbildungen und Berufsbilder verlieren an Bedeutung. Für engagierte Mitarbeiter ergeben sich dadurch neue Chancen vorbei an herkömmlichen Karrierewegen.

Damit ist zugleich auch ein Wandel der Gewerkschaften, ihrer Rolle, ihrer Organisationsstrukturen und ihrer Arbeitsweise unumgänglich.

Welche Rolle haben die Gewerkschaften in einer hoch fragmentierten, globalisierten Arbeitswelt?

Ich bin überzeugt, auch künftig brauchen Menschen Unterstützung, um in ihrem Beruf und in ihrer Arbeit bestehen zu können. Die Gewerkschaften von morgen werden allerdings intensiver und flexibler auf die Bedürfnisse ihrer Mitglieder eingehen müssen. Großflächig wirksame, kollektive Regelungen treten dagegen immer stärker in den Hintergrund.

Eine Schlüsselrolle könnten sie im Bereich der Fort- und Weiterbildung einnehmen. Schließlich veraltet aufgrund des technischen Wandels bestehendes Wissen immer schneller. Da staatliche Bildungsinstitutionen häufig zu langsam auf neue Anforderungen reagieren und sich Unternehmen teilweise aus der Fortbildung zurückziehen, könnten Gewerkschaften hier einen entscheidenden Beitrag leisten, um die Beschäftigungsfähigkeit des Einzelnen zu sichern.

III

Einen rasanten Wandel hat in den letzten Jahrzehnten auch das Finanzwesen erlebt. Der Grund dafür ist allerdings nicht allein im raschen Fortschritt in der Informationstechnologie zu sehen.

Dazu beigetragen haben neben der Deregulierung der Märkte vor allem auch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Die weltweiten Devisen- und Kapitalströme sind daher in den letzten Jahrzehnten weitaus stärker gewachsen als die Warenströme.

In Europa beschleunigt sich der Wandel der Finanzmärkte jetzt auch noch durch die Einführung des Euro. Er wirkt als Katalysator für einen gemeinsamen grenzüberschreitenden Euro-Finanzmarkt.

Für den Bankensektor hatten und haben diese Entwicklungen einschneidende Konsequenzen:

Zum einen hat die fortschreitende Integration der Finanzmärkte auf europäischer aber auch auf globaler Ebene den Wettbewerb im Bankenbereich enorm verschärft.

Die Margen im klassischen Bankgeschäft sind enger geworden. Dies spüren gerade auch die Sparkassen mit ihrem traditionell hohen Anteil des Zinsüberschusses von nahezu 80% an den Gesamterträgen.

Hinzu kommt, dass Unternehmen zunehmend den direkten Weg über die Kapitalmärkte wählen, um sich Mittel zu beschaffen. Neben den klassischen Bankkredit treten die Emission von Aktien oder die Begebung von Industrieobligationen.

Bislang haben die deutschen Kreditinstitute sich gut an die veränderten Rahmenbedingungen anpassen können. Wobei das Universalbanksystem viel zur nötigen Flexibilität beigetragen hat.

Die Kreditinstitute können Bankdienstleistungen - entsprechend ihren komparativen Vorteilen – in fast beliebiger Kombination anbieten. So haben sie ihre zinsunabhängigen Betätigungsfelder,

wie z. B. das Wertpapiergeschäft, ausgebaut. Auch das Allfinanzgeschäft mit Versicherungen, Investmentfonds und Bausparkassen wurde gefördert. Größere Banken bauten den Bereich des Investmentbanking stark aus. Dies vollzog sich auch durch den Erwerb von ausländischen Instituten.

Das weltweite Vordringen der organisierten Finanzmärkte ist für das europäische eher bankbasierte Finanzsystem ohne Zweifel eine große Herausforderung.

Sicherlich müssen deutsche Banken künftig noch stärker in Kategorien der organisierten Geld- und Kapitalmärkte denken und handeln. Dies erfordert schon der neue Euro-Finanzmarkt.

Die bewährten Elemente des deutschen Bankensystems, wie

- die Betonung des Gläubigerschutzes,
- die Verteilung des Bankgeschäfts auf viele Kreditinstitute
- und die Kombination von privaten, öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Banken

sollten deshalb aber keinesfalls leichtfertig zur Disposition gestellt werden.

Schließlich hat sich das deutsche Bankensystem in den letzten Jahrzehnten als ausgesprochen stabil und resistent gegenüber den Krisen an den Finanzmärkten erwiesen. Dies war und ist auch ein wesentlicher Beitrag zur erfolgreichen realwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland.

Erfolge von gestern sind aber kein Garant für das Bestehen in der Zukunft. Gerade die öffentlich-rechtlichen Banken sind hier gefordert, in einem harten nationalen und internationalen Wettbewerb ihre Rolle neu zu definieren. Zahlreiche Besonderheiten des Sparkassensektors stehen auf dem Prüfstand. Allen voran die beiden staatlichen Sicherungssysteme Anstaltslast und Gewährträgerhaftung.

Auch die Revision des Basler Eigenkapitalstandards wird Veränderungen mit sich bringen. Diese Revision soll eine risikoadäquate Eigenkapitalunterlegung sicherstellen. Ein verständliches Anliegen der Sparkassen ist dabei, dass die großenmäßige Streuung eines Kreditportfolios bei der Risikoermittlung berücksichtigt wird. Denn die breite Streuung kleinerer Kredite – wie im Sparkassensektor üblich - dürfte unbestritten weniger risikobehaftet sein, als Portfolios mit wenigen großen Krediten.

Dramatisch verändert sich auch das Verhältnis der Banken zu ihren Kunden. Die traditionelle „Hausbank“ bekommt immer mehr Konkurrenz. Dies trifft gerade auch die Sparkassen.

Der Bankkunde des 21. Jahrhunderts ist nicht nur durch das Internet besser informiert und selbständiger. Er ist bei der Abwicklung seiner Bankgeschäfte nicht mehr auf die physische Präsenz einer Filiale angewiesen. Statt dessen macht er es sich an seinem PC-Schreibtisch bequem.

Entsprechend werden die elektronischen Bankdienstleitungen, die eine immer größere Bedeutung als Vertriebskanal erlangen, auch im deutschen Bankensystem weiter ausgebaut. Die Zahl der Online-Bankkonten betrug 1998 mehr als 6 ½ Millionen und ist 1999 weiter gestiegen. Der Wettbewerb durch die Direktbanken hat dabei das Einrichten zusätzlicher elektronischer Zugangsmöglichkeiten auch bei den primär über Filialnetze operierenden Institutsgruppen forciert.

Welche Auswirkungen haben diese Entwicklungen für die Banken und ihre Beschäftigten?

Unabhängig vom jeweiligen nationalen Finanzsystem und der individuellen Rechtsform befinden sich die Banken weltweit in einer Phase nachhaltiger Konsolidierung. Das Filialnetz wird gestrafft. Fusionen und Übernahmen gehören zur Tagesordnung.

Neben dem Trend zum großen globalen Allfinanz-Unternehmen ist auch eine Spezialisierung und Rückbesinnung auf Kernkompetenzen zu erkennen.

Deutschlands Bankenlandschaft ist dabei nach wie vor geprägt von einer großen Zahl regional tätiger, meist kleinerer Geschäftsbanken, Kreditgenossenschaften und Sparkassen.

Aber auch hier ist seit einiger Zeit ein Konsolidierungsprozess zu beobachten. Es werden größere, betriebswirtschaftlich vorteilhafte Betriebseinheiten geschaffen, die lokal und regional die Position des

jeweiligen Instituts stärken sollen. Der vertikale Zusammenschluss von Sparkassen mit der zugehörigen Landesbank ist hierbei ein innovatives Konzept. Zudem sind mittlerweile Beteiligungen von privater Seite her rechtlich möglich.

Deutschland gilt international gesehen immer noch als „over banked“ bzw. „over branched“, obwohl sich innerhalb einer Dekade (1985-1995) die Zahl der Kreditinstitute in Deutschland um 20 Prozent verringert hat. 1999 hat sich die Zahl der zur Bankenstatistik berichtenden Banken um knapp 250 Institute auf rund 3000 verringert; darunter die der Sparkassen um 16 Institute auf 578.

Die weitere Entwicklung ist vorgezeichnet. Denn der Euro wird das Entstehen eines genuinen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen in Europa beschleunigen. Das Zusammengehen der Deutschen Börse mit der London Stock Exchange ist dafür ein Beispiel.

Der Euro wird damit auch als Katalysator für eine weitere Verschärfung des Wettbewerbs und des strukturellen Wandels im Bankensektor wirken.

Diese Entwicklung wird allerdings unterschiedlich schnell gehen. So bleibt das Angebot von Finanzdienstleistungen im „retail-banking“ auf absehbare Zeit wohl noch national segmentiert. Hier machen sich nationale Besonderheiten noch am stärksten bemerkbar, wie fiskalische, rechtliche und kulturelle Unterschiede in der Geschäftsabwicklung.

Die Sparkassen mit ihrer ausgeprägten Kundennähe und Orientierung am lokalen Mittelstand haben hierbei sicherlich Wettbewerbsvorteile, die sie ausbauen und stärken sollten.

Im Gegensatz dazu steht das so genannte „whole sale banking“, welches unmittelbar mit der Geldpolitik verknüpft ist. Dort sind die grenzüberschreitenden Aktivitäten und ein gemeinsamer Geldmarkt längst eine Selbstverständlichkeit.

Dafür sorgt auch TARGET, das Zahlungsverkehrssystem der Notenbanken für Großbetragzahlungen. Es verbindet alle Banken im Euroraum miteinander und mit dem Eurosystem.

Natürlich wird der Wettbewerb im Finanzsektor auch von der gemeinsamen Geldpolitik des Eurosystems beeinflusst. Schon früh hat die Bundesbank deshalb darauf hingewiesen, dass die Durchführung der Geldpolitik möglichst wettbewerbsneutral erfolgen müsse, um den gewachsenen nationalen Bankensystemen Rechnung zu tragen.

Entsprechend sind die geldpolitischen Instrumente im Eurosystem ausgestaltet. So kann in Deutschland weiterhin jedes Kreditinstitut dezentral über seine Landeszentralkbank direkt auf Zentralbankgeld zugreifen. Der Zugang ist nicht auf wenige „Geldmarktbanken“ beschränkt. Dies stärkt gerade auch kleinere nur regional ausgerichtete Institute.

Die Verzinsung der Mindestreserve vermeidet zudem Wettbewerbsnachteile gegenüber reservefreien Plätzen außerhalb des Euroraums.

Eine wettbewerbsneutrale Geldpolitik ist ohne Zweifel wichtig für die unterschiedlichen nationalen Finanzsysteme, die nun erst zusammenwachsen. Sie bedeutet aber nicht das Konservieren der bestehenden Systeme. Vielmehr soll sich im Wettbewerb ein auch international leistungsfähiges und verbraucherfreundliches Finanzsystem für den Euroraum entwickeln.

Wichtig dafür ist vor allem auch eine dauerhaft stabile Währung. Wo es stabiles Geld gibt, können sich Finanzmärkte und Bankensysteme kontinuierlich entwickeln, frei von eruptiven Sprüngen, wie sie in Systemen mit instabilem Geld leider nur allzu häufig auf der Tagesordnung stehen.

Und unverzichtbar ist stabiles Geld auch für ein nachhaltiges und sozial ausgewogenes Wirtschaftswachstum in Europa.

IV

Der Euro, die jüngste europäische „Mega-Innovation“ im monetären Bereich, bekam gleich zu Anfang die wirtschaftliche Anziehungskraft der USA und auch die Eigendynamik der Devisenmärkte zu spüren.

Die amerikanische Wirtschaft befindet sich derzeit in einer vergleichsweise hervorragenden Verfassung. Doch werden

hauptsächlich die positiven Faktoren wahrgenommen: anhaltend hohes Wirtschaftswachstum, eine noch geringe Inflation und nahezu Vollbeschäftigung. Die in den USA bestehenden Risiken – das hohe Leistungsbilanzdefizit und die geringe Sparquote – werden hingegen zu wenig beachtet.

Im übrigen sind die Karten für ein Aufholen des Euroraums jetzt gut gemischt: Für dieses und nächstes Jahr ist ein Wachstum von rund 3 Prozent vorhergesagt. Und auch bei den strukturellen Reformen gibt es Anzeichen für Fortschritte. Von der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion gehen zudem langfristig stimulierende Effekte aus. Jedes Teilnehmerland hat nun höhere Wachstumsaussichten als unter Beibehaltung seiner nationalen Währung.

Dass der Euroraum durchaus in der Lage ist, dieses Potential immer besser zu nutzen, zeigt das kräftige Wirtschaftswachstum seit Sommer 1999. Dabei handelt es sich keineswegs um einen über den Wechselkurs „geborgten“ oder „geschenkten“ Aufschwung. Vielmehr waren die Wachstumsanstöße, die von der Exportseite ausgingen, zum allergrößten Teil auf die Stabilisierung in den Krisenregionen und die anschließende Erhöhung des weltwirtschaftlichen Wachstums zurückzuführen.

Ein weiterer Beleg für eine gefestigte dynamische Wirtschaftsentwicklung ist die anhaltende Verbesserung der Situation am Arbeitsmarkt. Die standardisierte Arbeitslosenquote der EWU-Länder lag im März diesen Jahres bei 9,4 Prozent, verglichen

mit 10 Prozent im Durchschnitt des Jahres 1999. In Deutschland betrug die Arbeitslosenquote im März 8,4 Prozent.

Auch die Lohnpolitik leistet bei uns einen wichtigen Beitrag. Die bislang vorliegenden Tarifabschlüsse sind niedriger ausgefallen als im letzten Jahr. Damit kehrten die Sozialpartner auf die früher verfolgte Grundlinie moderater Tarifanhebungen zurück. Zudem verschaffen die längeren Laufzeiten der Tarifabschlüsse den Unternehmen mehr Planungssicherheit. Ebenso positiv hervorzuheben ist die in weiteren Bereichen eingeführte oder verbesserte zusätzliche Altersvorsorge, die die zweite Säule der Alterssicherung stärkt.

Beachtung und Unterstützung verdienen m. E. auch die Konsolidierungsfortschritte der öffentlichen Haushalte im Euroraum und der erkennbare politische Wille, diesen Kurs fortzusetzen. Es wird damit finanzwirtschaftlicher Raum geschaffen, um die Abgabenbelastung substantiell und nachhaltig zu senken.

Daneben gilt es, durch eine konsequente Marktstrukturpolitik neuen Entwicklungen den Weg frei zu machen. Der Telekommunikationsmarkt und der Energiesektor sind zwei gute Beispiele dafür, welche Potentiale durch Deregulierung und Privatisierung auf den Gütermärkten aktiviert werden können. In beiden Bereichen sind aufgrund des Wettbewerbsdrucks die Preise zum Teil stark gesunken.

Mit Blick auf den derzeitigen Euro-Wechselkurs und die genannten makroökonomischen Entwicklungen scheinen die Devisenmärkte den Bezug zu den fundamentalen Faktoren mehr und mehr verloren zu haben.

Die Erfahrungen zeigen aber, dass solche Abweichungen von den Fundamentaldaten nie lange Bestand haben. Meist haben die Märkte selbst nach relativ kurzer Zeit für eine Korrektur gesorgt.

Die Rolle des Wechselkurses relativiert sich zudem, wenn man bedenkt, dass Deutschland überwiegend mit den anderen EWU-Ländern Handel treibt. Rund 43% der Ausfuhren gehen in Länder der Währungsunion – im Gegensatz zu lediglich etwa 10%, die in die USA ausgeführt werden. Und rund 42% der Einfuhren kommen aus Euro-Ländern. Für diesen Handel spielen die Wechselkursbewegungen des Euro gegenüber Drittwährungen keine Rolle mehr.

Und für den größten Teil der Bevölkerung ist allein der Wert des Euro im Inland entscheidend, nicht der Wert im Ausland. Man muss ja derzeit nicht unbedingt Urlaub in den Rocky Mountains machen – die Kasseler Berge sind auch sehr reizvoll.

Die Inflationsrate lag im Euro-Gebiet im Jahresdurchschnitt 1999 knapp über 1 Prozent. Weder Löhne und Gehälter, noch Renten und Pensionen oder Sparguthaben werden also durch hohe Preissteigerungen entwertet. Dies ist durchaus nicht selbstverständlich. Wie ein Blick auf die letzten fünf Jahrzehnte

zeigt, war Preisstabilität in Europa eher die Ausnahme denn die Regel.

Als sich der Ölpreis Mitte der siebziger Jahre und Anfang der achtziger Jahre schubartig erhöhte, bewegten sich die Inflationsraten zwischen 5 Prozent und 7 Prozent. Trotz einer Verdreifachung des Ölpreises in den letzten Monaten betrug die Inflationsrate im März diesen Jahres in Deutschland lediglich 1,9 Prozent und im Euro-Raum 2,1 Prozent. Der Euro ist also eine nach innen äußerst stabile Währung.

Preisstabilität zu gewährleisten, ist das vorrangige Ziel des Eurosystems. Das Eurosystem umfasst die EZB sowie die elf nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets. Sein geldpolitisches Entscheidungsorgan ist der EZB-Rat. Dieser setzt sich aus dem EZB-Direktorium und den Präsidenten der Notenbanken der Teilnehmerländer zusammen.

Allein der EZB-Rat bestimmt die Geldpolitik für den gesamten Euroraum. Die Geldpolitik in der EWU ist unteilbar. Sie gilt für alle beteiligten Länder. Die Mitglieder des EZB-Rates handeln deshalb unabhängig als „Hüter des Euro“ und nicht als Wahrer nationaler Interessen.

Um den Aufwärtsrisiken bei der Preisentwicklung frühzeitig zu begegnen, hat der EZB-Rat am 27. April die drei Leitzinssätze um je 25 Basispunkte erhöht.

Damit ist die Geldpolitik jedoch nicht als restriktiv anzusehen. Die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft ist reichlich, wie die jüngste Entwicklung der Geldmenge bestätigt. Ihre Jahreswachstumsrate betrug im Durchschnitt Januar/März 6,0 Prozent. Der Referenzwert der EZB liegt dagegen bei 4,5 Prozent.

Der EZB-Rat beobachtet im Rahmen seiner geldpolitischen Strategie auch die Entwicklung des Wechselkurses sehr aufmerksam. Er hat aber kein Wechselkursziel. Sein Handeln ist auf die interne Stabilität des Euro gerichtet.

In dem Zinsschritt zeigt sich der vorausschauende Charakter der Geldpolitik: Indem das Eurosystem handelt, bevor sich die Preisspirale zu drehen beginnt, kann es spätere drastischere Maßnahmen vermeiden.

Die Fortsetzung des Wirtschaftsaufschwungs wird damit nicht behindert – im Gegenteil. Das Eurosystem leistet seinen Beitrag zu dauerhaftem Wachstum und mehr Beschäftigung, indem es weiterhin für Preisstabilität sorgt.

V

Etwas Neues ist zuerst einmal ungewohnt. Ein rascher Wandel verunsichert, und es braucht Zeit, sich daran zu gewöhnen. Dies gilt für das Internet, für die Veränderungen in der Arbeitswelt und im Finanzwesen.

Dies gilt in besonderer Weise auch für das große historische Projekt in Europa, die gemeinsame Währung. Wir alle müssen uns noch an den Euro und seine Implikationen für Wirtschaft und Politik, für Arbeit und Leben gewöhnen.

Hierbei spielt gewiss auch eine Rolle, dass der Euro erst Anfang 2002 als „greifbares“ Bargeld im Portemonnaie ist. Bislang sind noch die nationalen Währungen als Untereinheiten des Euro gesetzliches Zahlungsmittel.

Der spätere Umtausch des nationalen Bargeldes in Euro-Banknoten und –Münzen erfolgt zu den Anfang 1999 unwiderruflich festgelegten Umtauschkursen. Die Entwicklung des Euro an den Devisenmärkten hat darauf überhaupt keinen Einfluss.

Ohne Zweifel gehören die Sparkassen neben den Genossenschaftsbanken zu den Instituten, die die Hauptlast bei der Bargeldumstellung tragen müssen. Ich kann Ihnen versichern, dass die Bundesbank alles in ihrer Macht stehende tun wird, um zu einer möglichst sicheren Abwicklung dieser logistischen Herausforderung beizutragen.

Obwohl das Euro-Bargeld erst Anfang 2002 kommt, haben sich die Finanzmärkte erstaunlich rasch an den Euro gewöhnt. Die Umstellung vor gut einem Jahr erfolgte weitgehend reibungslos. Unverzüglich hat sich der Euro als zweitwichtigste Währung der Welt etabliert.

Auch die gemeinsame Geldpolitik funktioniert. Der EZB-Rat ist handlungsfähig und die glaubwürdige Stabilitätspolitik sichert den Geldwert des Euro.

Der niedrige Tauschwert an den Devisenmärkten belastet derzeit sicherlich den Euro – auch, wenn dies objektiv nicht gerechtfertigt ist. Denn der Euro ist eine gesunde Währung, die unser volles Vertrauen verdient.

Wir sind in Europa wohl oft zu selbtkritisch. Dies färbt dann natürlich auch das Bild von Europa im Ausland. Doch wir dürfen zu recht auch stolz sein auf das bislang Erreichte.

Der Euro ist ein Meilenstein für Europa, für ein friedliches Zusammenleben, für wirtschaftliche Entwicklung und damit auch für zunehmenden gesellschaftlichen Wohlstand.

Gewiss, vieles bleibt noch zu tun. Durch fortschreitende politische Reformen kann die wirtschaftliche und technologische Entwicklungskraft gestärkt werden. Europa muss politisch weiter zusammenwachsen. Der Binnenmarkt muss zur Vollendung kommen. Die europäischen Institutionen müssen fit für die Erweiterung gemacht werden.

Für uns in der Bundesbank ist es dabei die vornehmste Aufgabe, zur Stabilität des Euro beizutragen und für die deutsche Bevölkerung ein Stabilitäts- und Vertrauensanker zu bleiben.

Deutsche Bundesbank, 17.05.2000

Deutsche Bundesbank, 17.05.2000

Sendesperrfrist:
22. Mai 2000, 18.15 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Finanzmärkte - Entwicklungstendenzen und
Stabilitätsanforderungen**

Vortrag beim Institut für Bankwirtschaft und Bankrecht der
Universität zu Köln
in Köln
am Montag, 22. Mai 2000

I

Ich freue mich, heute bei Ihnen zu sein.

Bildungsinstitutionen – Hochschulen eingeschlossen – sind, oder sollten zumindest, keine philosophischen Inseln abstrakten Diskurses sein. Sie sollten sich vielmehr, wie dies das Institut für Bankwirtschaft und Bankrecht tut, den Austausch des Wissens von Theorie und Praxis auf die Fahnen schreiben.

Denn von diesem Austausch zwischen Theorie und Praxis können sowohl Wissenschaft als auch Finanzwirtschaft profitieren – zumal bei einem so praxisrelevanten Thema wie dem des heutigen Abends: „Finanzmärkte – Entwicklungstendenzen und Stabilitätsanforderungen.“

Es ist also ein interessanter Gedankenaustausch zu erwarten – auch wenn sie aus dem Munde des Notenbankpraktikers gewiss keine numerischen Prognosen zum DAX oder zum Außenwert des Euro erwarten dürfen.

Eine allgemeingültige Erkenntnis möchte ich der Diskussion vorwegnehmen: Der beste Beitrag, den eine Notenbank zur Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte leisten kann, ist eine dem Stabilitätsziel verpflichtete und auf Kontinuität bedachte Politik. Denn ohne Geldwertstabilität können auch Finanzmärkte nicht dauerhaft prosperieren.

So wie die Finanzmärkte von einer Politik der Geldwertsicherung profitieren, braucht andererseits die Geldpolitik ein leistungsfähiges, wettbewerbsintensives und stabiles Finanzsystem. Denn zum einen birgt ein störanfälliger Finanzsektor Gefahren für das gesamte Geldwesen und damit auch für die Währungssicherung. Zum anderen wirkt Geldpolitik in einem stabilen Umfeld reibungsloser auf die Wirtschaft durch.

Notenbanken haben also ein natürliches Interesse daran, Entwicklungstendenzen an den Finanzmärkten sehr genau zu beobachten. Sie tun dies ja auch schon seit Jahren, etwa im Rahmen ihrer Bankenaufsichtsaufgaben.

Ich gehe sogar – und das ist eine meiner Thesen heute Abend – noch ein Stück weiter: unter den Bedingungen der heutigen Finanzmärkte sollte eine Bündelung der nationalen Bankenaufsicht unter dem Dach der Bundesbank angestrebt werden. Eine Zersplitterung der Aufsicht mit mehreren zuständigen Institutionen – wie wir es in Deutschland haben – erscheint dagegen unter den heutigen Bedingungen nicht mehr sachgerecht.

Darüber hinaus sollten die nationalen Aufsichtsaktivitäten enger international und intersektoral koordiniert werden, um Durchschlagskraft und Effizienz der Aufsicht zu erhöhen und systemischen Risiken wirksam vorbeugen und begegnen zu können.

II

Denn es sind Finanzsektor und Banken, welche die Dynamik der Globalisierung der Märkte und des Wettbewerbs in besonderer Weise spüren.

Zwei Faktoren haben den Globalisierungsprozess in den letzten Jahrzehnten vorangetrieben: die wirtschaftliche Liberalisierung und der technische Fortschritt.

Immer mehr Länder haben die Schranken für den Handel mit Gütern, Dienstleistungen und Kapital abgebaut. Dieser Liberalisierungsprozess hat sich dabei teilweise noch beschleunigt innerhalb regionaler Zusammenschlüsse vollzogen, wie z. B. der Europäischen Union.

So wurden mit Übernahme der verschiedenen europäischen Richtlinien zur Bankenharmonisierung die rechtlichen Voraussetzungen für einen freien Verkehr mit Bankgeschäften und seit der 6. KWG Novelle 1998 auch für Finanzdienstleistungen im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) geschaffen.

Es gelten jetzt erfreulicherweise EWR-weit gleiche Regelungen für die Zulassung und die laufende Beaufsichtigung von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten, hoffentlich zum Vorteil der Stabilität der Finanzmärkte. Banken können sich innerhalb des EWR-Raumes frei niederlassen und ihre Geschäfte anbieten.

Die Bankenaufsicht bleibt aber weiterhin in nationaler Verantwortung. Das entspricht dem aus wohlerwogenen Gründen in der EU rechtlich verankerten und in die Praxis umzusetzenden Subsidiaritätsprinzip. Mit diesem Prinzip ist es vereinbar, dass die nationale Bankenaufsicht auch Vorschriften erlassen kann, die über gemeinsame – einen Mindeststandard festlegenden – Regelungen hinausgehen. Diese Vorschriften dürfen allerdings nicht genutzt werden, um damit ausländische Banken zu diskriminieren.

Die Bankenaufsicht in Europa wurde inzwischen sehr weitgehend harmonisiert. Dennoch kann von einem vollkommenen „level playing field“ in Europa noch nicht gesprochen werden. Zumal der Wettbewerb durch unterschiedliche nationale Vorschriften in anderen Bereichen, etwa im Steuersystem, behindert und verzerrt werden kann.

Festzuhalten aber bleibt: Die erfolgte Liberalisierung und Deregulierung haben dem Finanzwesen einen enormen Schub gegeben und einen vernetzten europäischen wie auch globalen Finanzmarkt gefördert.

Vielfältige technische Innovationen vor allem im Bereich der Kommunikation haben diesen Trend noch verstärkt und beschleunigt. Die rasanten Entwicklungen in der Datenverarbeitung haben die Finanzwelt geradezu revolutioniert.

Die Kommunikationskosten sind drastisch gesunken.

Elektronische Kommunikation gehört heute zum Standard und prägt längst nicht nur den Zahlungsverkehr, wo Belege und Bankboten schon beinahe der Vergangenheit angehören. Auch sind durch den Fortschritt in der Datenverarbeitung die Grundlagen geschaffen worden für die Verbreitung komplexer Finanzinstrumente.

Alleine dieser Fortschritt in der Kommunikation und Datenverarbeitung stellt neue Stabilitätsanforderungen an die Finanzmärkte und die Akteure dort. Denn zu den traditionellen Risiken des Bankgeschäfts treten technische Risiken hinzu, die durchaus auch zu systemischen Risiken anwachsen können.

Und soweit es den Siegeszug komplexer Finanzinstrumente betrifft, so stellen sie ganz neue Anforderungen an das Risikomanagement der Finanzinstitute, aber auch an die Finanzmarktaufsicht. Banken und Bankenaufsicht haben ihre Instrumente angepasst. So haben die Banken komplexe Risikomodelle entwickelt, welche die Bankenaufsicht sorgfältig prüft.

Aber auch ausgefeilte Risikomanagementsysteme machen eine angemessene Eigenkapitalausstattung als Puffer für unerwartete Verluste nicht überflüssig. Derzeit werden die Basler Eigenkapitalstandards von 1988 überarbeitet, weil sie insbesondere die neueren Instrumente und Methoden der

Kreditrisikosteuerung nicht berücksichtigen. Zudem wird angestrebt, die bislang relativ grobe Einteilung der Kreditrisiken durch risikoadäquatere Unterlegungen mit Eigenkapital zu ersetzen.

Voll verständlich wird die tatsächliche Dynamik der Globalisierung allerdings erst in der Interaktion zwischen wirtschaftspolitischen und technischen Faktoren.

Die weitgehende Konvertibilität der Währungen und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs haben die Devisen- und Kapitalströme rasant anwachsen lassen - weit stärker als die Warenströme. So betragen die täglichen durchschnittlichen Devisenhandelsumsätze 1500 Milliarden Dollar.

Die dadurch gestiegene Liquidität an den Märkten, die neuen Instrumente und vor allem die Fortschritte in der Informationstechnologie erlauben es internationalen Anlegern und institutionellen Investoren heute, überaus schnell ihre Positionen zu verändern. Binnen Sekunden können Milliardenbeträge um den Globus geschickt werden.

Haben die Finanzmärkte also ein neues, schönes, grenzenloses Zeitalter erreicht?

Sicherlich ist der Zuwachs an Liquidität grundsätzlich positiv zu werten. Auf der anderen Seite ergeben sich hieraus auch spezifische Risiken. So ist ein gewisses Herdenverhalten der

Akteure zu beobachten. Rennt die Herde erst einmal in die andere Richtung los, können selbst ansonsten hochliquide Märkte plötzlich zu eng werden.

Die Bundesbank hat in ihrem April-Monatsbericht die Auswirkungen der Finanzmarktkrise von 1997/98 untersucht. Sie kommt dabei zu dem Ergebnis, dass selbst „große und sonst hochliquide Marktsegmente temporär von Liquiditätsanspannungen erfasst wurden“.

Deshalb kommt die Bundesbank zu der Schlussfolgerung:

„Um die Krisenfestigkeit der Märkte zu erhöhen, erscheinen insbesondere Maßnahmen angezeigt, die zu einer angemessenen Bewertung von Risiken durch die Marktakteure beitragen.“

III

Das Herdenverhalten an den Märkten kann auch dazu führen, dass sich die Marktwerte von den Fundamentaldaten eine gewisse Zeit lang wegbewegen. Dies kann man aktuell am Außenwert des Euro mehr als deutlich erkennen.

Nach Berechnungen der Bundesbank, aber auch des IWF und der OECD ist der Euro derzeit um 20% bis 30 % gegenüber dem US-Dollar unterbewertet.

In aller Regel korrigieren die Märkte aber die vorherigen Übertreibungen, wenn die Kluft zwischen den Marktwerten und Fundamentalwerten allzu groß wird.

Dass sich eine deutliche Kluft aufgetan hat, ist m. E. nur allzu offensichtlich. Man braucht sich nur die heutige interne Geldwertstabilität im Euroraum anzusehen, an der letztendlich auch die Devisenmärkte nicht vorbeischauen können.

Die Inflationsrate betrug im letzten Jahr gerade einmal 1,1 %. Und auch die weiteren Stabilitätsperspektiven sind dank des entschlossenen Handelns des EZB-Rats günstig. Er hat wegen sich verstärkender Gefahren für die Preisstabilität die Notenbankzinssätze in bisher vier Schritten auf nunmehr 3,75% erhöht.

Und beim Thema Fundamentalwert des Euro darf man natürlich auch nicht vergessen, dass der Euro einen enormen Reformdruck auf Staaten und Unternehmen erzeugt. Die Restrukturierung der Unternehmen in Europa ist meines Erachtens bereits sehr weit fortgeschritten.

Und die Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in Europa kann man doch auch nicht ignorieren. Viele Länder sind mit Erfolg dabei, ihre Steuersysteme investitionsfreundlicher zu gestalten. Auch die Arbeitsmärkte sind nicht mehr in dem Ausmaß strukturell verkrustet, wie das bisweilen immer noch dargestellt wird.

Das heißt ganz gewiss nicht, dass man keine weiteren Anstrengungen mehr bräuchte. Im Gegenteil, sie müssen noch intensiviert werden. Aber das bisher geleistete zu ignorieren, ist ebenso falsch.

IV

Sekundenschnell disponierende institutionelle Anleger, aber auch Privatanleger, die zunehmend über Internet- und Telebanking am globalen Finanzmarkt teilnehmen: dies sind die Kennzeichen der modernen Finanzwelt.

Auch der Privatanleger bedient sich dabei der gestiegenen Möglichkeiten, seine Spar- und Vermögensanlagen zu diversifizieren. Das „klassische“ Sparbuch ist zwar noch nicht verschwunden. Aber von dem insgesamt gestiegenen Geldvermögen in den letzten Jahren haben überwiegend höher verzinsliche und komplexere Produkte wie beispielsweise Zertifikate von Investment- oder Pensionsfonds und Aktien profitiert.

Gilt heute also schon bereits das Wort von Bill Gates: „Banking is necessary, banks are not.“?

Das ist sicherlich eine Übertreibung. Denn Banken sind zumindest in Kontinentaleuropa immer noch entscheidend an der Allokation des Kapitals von Sparern zu Investoren beteiligt.

Erbhöfe sind dies aber nicht. Denn sie konkurrieren heute am Markt für Vermögensdienstleistungen verstärkt mit institutionellen Vermögensverwaltern, Lebensversicherungen und Fondsgesellschaften um nationale und internationale Anlagegelder.

Auch dies hat Auswirkungen auf die Risiken und den Umgang mit ihnen.

Es ist ja kein Zufall, dass in der Finanzkrise von 1997/98 unter den Finanzinstitutionen nicht eine Bank im Brennpunkt des Geschehens stand, sondern ein hedge fonds. Solche Institutionen mit möglicherweise systemischer Bedeutung unterliegen aber nicht der Bankenaufsicht. Das Thema „hedge fonds“ steht deshalb auch beim Forum für Finanzmarktstabilität, das Vorschläge zur verbesserten Koordinierung der Finanzmarktaufsicht erarbeitet, auf der Tagesordnung.

Noch etwas ist für die Finanzmärkte von heute kennzeichnend: Unternehmen nutzen mittlerweile in zunehmendem Maße den direkten Weg über die Kapitalmärkte, um sich Mittel zu beschaffen. Zwar dominieren an den Rentenmärkten des Euroraums noch Staatsanleihen oder Titel von Finanzinstituten, nicht aber Industrieobligationen. Die Mittelbeschaffung über die Emission von Aktien hat aber schon deutlich zugenommen.

Der Prozess der Disintermediation könnte sich auch in Kontinentaleuropa noch weiter verstärken.

Tendenzen zur Disintermediation und Verbriefung bergen ihre eigenen Risiken in sich. Die Unternehmensfinanzierung wird stärker von den Aktienmärkten abhängig, und sie kann anfälliger werden gegenüber den Volatilitäten an den Assetmärkten. So können aus Finanzmarktproblemen leichter systemische Risiken entstehen als früher.

V

Wie wirkt unter diesen Bedingungen die Einführung des Euro?

Der Wegfall der Wechselkurse zwischen den Euroland-Teilnehmern ist sicherlich insbesondere für die europäischen Banken die in jüngster Zeit wichtigste Veränderung in ihrem Umfeld. Er erhöht den Druck auf die Finanzmarktakteure und beschleunigt die durch Globalisierung und technologische Wandel ausgelösten Prozesse.

Der Wegfall der nationalen Währungen und die damit verbundene größere Transparenz an den Märkten für Güter, Dienstleistungen und Kapital wird den Wettbewerb nicht nur in der gewerblichen Industrie weiter verstärken. Neben den Warenpreisen werden eben auch die Preise von Finanzdienstleistungen besser vergleichbar sein.

Die Europäische Zentralbank kommt in ihrem Monatsbericht vom April 1999 jedenfalls zu dem Schluss:

„Die Einführung des Euro dürfte das Entstehen eines genuinen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen beschleunigen und damit als Katalysator für eine weitere Verschärfung des Wettbewerbs und strukturellen Wandels im Bankensektor wirken.“

Der Trend zu einem stärkeren Konsolidieren und zu einer voranschreitenden Konzentration, wie er sich in Übernahmen und Beteiligungen zeige, sei - so die EZB - das sichtbarste Zeichen für diesen Anpassungsprozeß. Er ist schon seit längerem im Gange.

1985 gab es in den jetzigen Euro-Ländern insgesamt noch mehr als 11 200 Kreditinstitute. Dagegen zählte die Europäische Zentralbank 1999 noch rund 8 200 Institute. In Deutschland gibt es derzeit rund 3 200 Kreditinstitute. 1985 waren es alleine in Westdeutschland noch rund 4 700 Institute.

Dennoch gilt Deutschland noch immer als „overbranched“; auf eine Bankstelle kommen bei uns 1700 Einwohner, verglichen mit 2700 in den USA und über 3500 in Großbritannien.

Aktuelle Untersuchungen deuten daraufhin, dass es innerhalb der nächsten Jahre einen erheblichen Konsolidierungsbedarf gibt, der vor allem durch neue Technologien und einen verschärften europäischen Wettbewerb verstärkt wird. Von der Gefahr einer

Beeinträchtigung des Wettbewerbs im Inland aufgrund der fortschreitenden Konsolidierung sind wir aber noch ein gutes Stück entfernt. Der Anteil der fünf größten Institute am inländischen Geschäftsvolumen liegt bei einem Fünftel.

Zunehmend haben neben der Gründung von Nichtbank-Töchtern daher auch Kooperationen und strategische Allianzen mit Nichtbank-Unternehmen an Bedeutung gewonnen, wie dies etwa die Verflechtung von Banken und Versicherungen nicht nur in Deutschland zeigt.

Der Konzentrationsprozess ist jedenfalls längst noch nicht beendet. Eine Entwicklung übrigens, die angesichts größer werdender Märkte und verminderter Distanzkosten keineswegs negativ zu beurteilen ist.

Natürlich gehen hiervon auch spezifische Risiken aus: Von dem speziellen strategischen Risiko, dass Fusionen scheitern können, abgesehen, entstehen durch den Konsolidierungsprozess immer mehr Institute, die „too big to fail“ sind. Hieraus ergeben sich sicherlich große Herausforderungen für die Aufsicht.

Hinzu kommt: Mit den intersektoralen Verflechtungen im Finanzgewerbe könnten zunehmend große Finanzkonglomerate erwachsen, die schwieriger zu beaufsichtigen sind als die bisher ausschließlich in ihrem „Stammbereich“ agierenden Banken oder Versicherungen.

Solche Konglomerate gibt es in Deutschland derzeit zwar kaum. Und die Geschäfte von Versicherungen und Banken sind noch zu verschieden, als dass harmonisierte Aufsichtsregeln für gemischte Finanzgruppen europaweit oder international in Sicht bzw. notwendig wären. Aber ein stärkerer intersektoraler Informationsaustausch zwischen den Aufsichtsbehörden ist gewiss notwendig.

Um es zusammenzufassen: Die neuen Entwicklungstendenzen an den Finanzmärkten bieten sicherlich große Chancen. Sie können den Volkswirtschaften zu einer größeren Prosperität verhelfen.

Auf der anderen Seite schaffen diese Entwicklungen neue Risiken. Das ist an sich nichts besonderes. Wirtschaftliche Aktivität ist schließlich seit jeher mit der Übernahme von Risiken verbunden.

Neu ist freilich die komplizierte – im einzelnen überaus schwer nachzuvollziehende - Risikoverflechtung an den internationalen Finanzmärkten. Sie bedarf der effizienten Beobachtung, um systemischen Risiken vorbeugen bzw. begegnen zu können.

VI

Insbesondere werden neben der Einzelinstitutsaufsicht Fragen der Systemstabilität an den heutigen vernetzten Märkten immer wichtiger. Das ist eines der wesentlichen Ergebnisse des Globalisierungsprozesses.

Jede Zentralbank hat eine natürliche Verantwortung für die Stabilität des gesamten Finanzsektors. Diese Verantwortung beginnt nicht erst im Krisenfall, sondern schon bei der Krisenvorbeugung.

Hieraus folgt, dass die Notenbank eine wichtige Rolle bei der Aufsicht über die Kreditinstitute, insbesondere über die systemrelevanten Player, spielen sollte.

Von großer Bedeutung ist daher der direkte Zugang der Notenbank auf Informationen aus erster Hand, insbesondere über systemrelevante Kreditinstitute. Die Notenbank muss Finanzmarktfentwicklungen rasch erkennen, um im laufenden Aufsichtsprozess darauf reagieren zu können.

Eine für die Aufsicht maßgebliche oder allein zuständige Notenbank sitzt an der Quelle der systemrelevanten Informationen. Die schnelle Reaktionsfähigkeit ist gewährleistet. Die Aufsicht wird dann quasi „ganzheitlich“ ausgeübt – von den mikro- bis zu den makroprudentiellen Komponenten.

Ähnlich gilt dies auch für die „Schnittstelle“ Zahlungsverkehr und Bankenaufsicht. Die Bundesbank sorgt für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs im Inland und mit dem Ausland.

Sie hat auch die Überwachungsfunktion über die Zahlungsverkehrs- und Settlementssysteme. Diese Bereiche

bergen typischerweise systemische Risiken in sich. Denn dort werden große Volumina bewegt. Unter dem Dach der Notenbank ist eine enge Verzahnung zwischen der Überwachung der Zahlungsverkehrssysteme und der Überwachung der Finanzintermediäre – also der Bankenaufsicht - garantiert.

Zudem verfügt die Bundesbank über eine ausgeprägte Marktnähe, die sie in den Aufsichtsprozess seit jeher einbringt. Diese Marktnähe ist eine wichtige Voraussetzung für rasches Handeln. Und Marktnähe ist auch wichtig, um aufsichtsrechtlich vertretbare, aber gleichzeitig marktkonforme Regelungen herbeizuführen.

Die Marktnähe der Notenbank kann nicht zuletzt in Krisensituationen wertvoll sein. Beispielsweise hat die Fed New York in der durch den hedge fonds LTCM ausgelösten Krise vorbildlich reagiert, indem sie Gläubiger und Anteilseigner rasch an einen Tisch brachte und eine privatwirtschaftliche Lösung initiierte.

Gegen eine zu starke Einbindung der Notenbank in die Aufsicht wird meist angeführt, es könne zu Zielkonflikten mit dem Hauptziel der Notenbank, der Wahrung der Geldwertstabilität, kommen.

Allerdings hat sich die Gefahr von Zielkonflikten zwischen der Geldpolitik und der Bankenaufsicht in den Ländern des Eurosystems verringert. Denn seit Beginn der Währungsunion

liegt die geldpolitische Verantwortung beim EZB-Rat und nicht mehr bei den nationalen Notenbanken.

Die Bankenaufsicht hingegen bleibt weiterhin nationale Aufgabe. Sie wird entweder wie in Spanien, Italien, Portugal, den Niederlanden, Griechenland und Irland von der Notenbank alleine ausgeübt. Oder die Notenbank ist eng in die Bankenaufsicht eingebunden wie in Frankreich und Deutschland, aber auch in Österreich, wo das Finanzministerium in enger Zusammenarbeit mit der Zentralbank die Aufsicht ausübt.

Auch wenn die Bundesbank in ihrer Aufsichtsfunktion an Weisungen der Politik gebunden ist, besteht dadurch keine Gefahr für ihre geldpolitische Unabhängigkeit.

So agiert die Bundesbank z. B. auch beim Schuldenmanagement für den Bund nicht unabhängig. Vielmehr war und ist sie als fiscal agent des Bundes in dessen Auftrag tätig. Das hat der Unabhängigkeit der Bundesbank in der Geldpolitik nie geschadet. Im Gegenteil, dadurch hatte ihre Politik Tuchfühlung zu den Märkten.

VII

Diskutiert wird auch, ob mit dem Euro nicht eine zentrale einheitliche Aufsicht in Europa notwendig geworden sei.

Wird es für die nationale Aufsicht nicht immer schwieriger die grenzüberschreitenden Aktivitäten zu beaufsichtigen?

Nach unserer Einschätzung ist eine zentrale Aufsicht in Europa nicht erforderlich. Notwendig ist aber eine intensive Kooperation über Grenzen hinweg. Wir sind hier schon weit vorangekommen.

Das System der Finanzaufsicht in Europa ruht auf drei Säulen: auf harmonisierten Regeln, dem Grundsatz der nationalen Kompetenz in der Aufsicht und einer bilateralen und multilateralen Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden.

Eine dezentrale, in nationaler Kompetenz liegende Bankenaufsicht ist nach wie vor sachlich gerechtfertigt. Zwar sind die Aktivitäten der Kreditinstitute globaler geworden. Der Schwerpunkt – auch bei den Global Playern – liegt aber unverändert auf den heimischen Märkten. Deshalb ist eine Bankenaufsicht mit genauer Kenntnis der nach wie vor sehr unterschiedlichen europäischen Bankensysteme von Vorteil.

Die Aufsicht durch die nationalen Behörden wird ergänzt durch die bilaterale Zusammenarbeit zwischen Heimatland- und Gastlandaufsichtsbehörde. So können auch grenzüberschreitende Aktivitäten effizient beaufsichtigt werden. Und im ESZB behandelt das Banking Supervision Committee Fragen der Stabilität des Finanzsystems.

Die gegenwärtigen institutionellen Regelungen in Europa haben sich durchaus bewährt. Der europäische Bankensektor hat jedenfalls die jüngsten Krisen an den internationalen Finanzmärkten gemeistert.

VIII

Damit haben das europäische Bankensystem und die europäischen Aufsichtsbehörden – insbesondere auch das deutsche Bankensystem und die deutsche Aufsicht - ihren Beitrag zu einem leistungsfähigen, wettbewerbsintensiven und stabilen Finanzsystem geleistet.

Vielleicht zeigt die europäische Erfahrung in diesem Bereich auch dieses: Man braucht nicht immer weltweite neue Finanzarchitekturen, große Würfe, um ein Stück weit mit dem Ziel voranzukommen, die Finanzmärkte robuster zu machen. Eine enge Kooperation zwischen den beteiligten Verantwortlichen kann bereits eine ganze Menge voranbringen.

Und das ist unser Ziel - im Interesse eines stabilen Finanzsystems.

* * *

Sendesperrfrist:
26. Mai 2000, 14. 30 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Ansprache zur Verabschiedung
von Landeszentralbankpräsident Dr. Guntram Palm
und der Amtseinführung von Helmut Schieber
in Stuttgart
am Freitag, den 26. Mai 2000**

I

„Aller Anfang ist schwer, und alles Ende ist nicht leicht.“

Mit diesen nachdenklichen Worten haben Sie, lieber Herr Palm, in den Stuttgarter Nachrichten Ihren Abschied aus dem Amt als Präsident der Landeszentralbank in Baden-Württemberg skizziert. Und Sie haben damit sicher Recht.

Gerade in einer Rede zur Pensionierung werden üblicherweise noch einmal alle Verdienste und Leistungen der vergangenen Jahrzehnte in Erinnerung gerufen.

Allein damit könnte auch ich heute bequem die Redezeit füllen. Schließlich können Sie, Herr Palm, auf ein reiches Berufsleben zurückblicken.

Das Studium der Rechts- und Staatswissenschaften und Ihre Promotion zum Dr. jur. bildeten die Grundlage einer bemerkenswerten innenpolitischen Karriere: Rechtsanwalt, Oberbürgermeister in Fellbach, Justiz-, Innen- und Finanzminister von Baden-Württemberg und dann ab April 1992 Landeszentralbankpräsident. Kein Mitglied des Zentralbankrats, das ich kennenlernen konnte, hat so breite Ressorterfahrung.

Stattdessen möchte ich aber lieber ein Thema in den Vordergrund stellen, dass Ihnen in den letzten Jahren am Herzen lag und immer

noch liegt. Nicht von ungefähr hat die Stuttgarter Zeitung Sie vor kurzem als „eifrigen Verfechter des Euro“ bezeichnet.

II

„Aller Anfang ist schwer, und alles Ende ist nicht leicht.“

Dies könnte auch als Überschrift für den Übergang von der D-Mark auf den Euro dienen. Der Abschied von der D-Mark fällt nicht leicht. Das ist verständlich, schließlich ist es das erste Mal in der deutschen Geschichte, dass eine über Jahrzehnte hinweg erfolgreiche, international anerkannte und stabile Währung eingetauscht wird. Und zwar gegen eine neue, die erst in 1 ½ Jahren als Bargeld greifbar sein wird.

Früher konnten – im nachhinein gesehen – die Deutschen eher froh sein, ihre durch inflationäre Kriegsfinanzierung total zerrütteten Währungen los zu werden. Und auch in Ostdeutschland waren die Menschen vor gut zehn Jahren gerne bereit, ihre wertlosen Ostmark umzutauschen in stabile D-Mark, die ihnen das Tor zur Welt öffneten.

Wie aber ist der Übergang der D-Mark in den Euro zu bewerten?

Herr Palm, Sie haben immer wieder und eindrücklich darauf hingewiesen. Ich zitiere:

„Europa brauchte und braucht die gemeinsame Währung, um seine globale Position zu festigen und im weltweiten Wettbewerb gegenüber den USA und den aufstrebenden asiatischen Staaten zu bestehen.“

Tatsächlich eröffnet die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion große wirtschaftliche und politische Perspektiven.

Die Einführung der gemeinsamen Währung beseitigt das Wechselkursrisiko zwischen den Teilnehmerländern, erhöht die Planungssicherheit insbesondere für Unternehmen und verringert die Transaktionskosten.

Zudem schafft der Euro im Binnenmarkt mehr Transparenz und intensiviert den Wettbewerb. Dadurch verbessert sich der Einsatz der Produktionsfaktoren, und auch die Finanzmärkte werden effizienter. Längerfristig können so die Wachstumsspielräume, Innovationspotentiale und Beschäftigungschancen in der europäischen Wirtschaft stärker ausgeschöpft werden.

Dies scheint sich schon jetzt zu zeigen: Entfielen doch mehr als drei Viertel des deutschen Ausfuhrwachstums in den letzten Monaten auf den Handel mit Abnehmern aus dem Euroraum. Da hierbei wechselkursbedingte Wettbewerbsvorteile keine Rolle spielen können, ist die treibende Kraft der Nachfrage offensichtlich das Wachstum der Märkte in Europa selbst.

Über den rein wirtschaftlichen Bereich hinaus stellt sich mit der Europäischen Währungsunion auch die Frage, wie Europa künftig einmal aussehen soll. Fertige Antworten gibt es nicht. Doch hat Außenminister Fischer kürzlich in einer Rede an der Berliner Humboldt-Universität mit Gedanken zu einer europäischen Föderation einen Anstoß gegeben.

Die EWU ist wahrlich ein „Jahrhundertprojekt“.

Kurz nach seiner Geburt bekam der junge Euro jedoch schon die Konkurrenz – vor allem des Dollar - an den Devisenmärkten zu spüren.

Schon seit einiger Zeit befindet sich die amerikanische Wirtschaft in einer beeindruckenden Verfassung. Ein anhaltend hohes Wirtschaftswachstum, eine noch geringe Inflation, Überschüsse in den öffentlichen Haushalten und nahezu Vollbeschäftigung sprechen für sich.

Doch daneben bestehen in den USA auch Risiken, ein hohes Leistungsbilanzdefizit und eine geringe Sparquote. Diese werden allerdings an den Devisenmärkten bislang nur wenig beachtet.

Derweil haben sich die wirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum deutlich verbessert. Das gilt sowohl für die Konjunkturlage als auch für die dringend notwendigen strukturellen Verbesserungen. Beispiele dafür sind:

- die Fortschritte in der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte im Euroraum und der politische Wille, diesen Kurs fortsetzen zu wollen,
- die Steuerreformpläne in großen Mitgliedsländern,
- die Öffnung und Liberalisierung der Güter- und Dienstleistungsmärkte
- sowie nicht zuletzt die größere Flexibilität der Arbeitszeiten und eine insgesamt beschäftigungsfreundliche Lohnpolitik.

Gewiss, vieles bleibt noch zu tun, wie etwa die Reform und Modernisierung der Sozialversicherungssysteme. Doch ist zumindest ein großer Teil der europäischen Länder auf dem Reformweg schon ein gutes Stück vorangekommen.

An den Devisenmärkten sind diese positiven Entwicklungen im Euroraum bislang allerdings kaum in die Bewertung des Euro eingeflossen. Bei aller Unsicherheit, die mit qualitativen Schätzungen verbunden ist, scheint der Euro derzeit gegenüber dem Dollar unterbewertet zu sein. Zu diesem Ergebnis kommt eine Untersuchung aus der Volkswirtschaftlichen Forschungsgruppe¹ der Bundesbank, die auch durch Analysen des IWF und der OECD gestützt wird.

Die Erfahrungen zeigen aber, dass solche Abweichungen nie lange Bestand haben. Denn in jeder Überreaktion liegt schon der Keim zur Korrektur.

¹ Jörg Clostermann, Bernd Schnatz: „The determinants of the euro-dollar exchange rate“, Discussion paper 2/00, Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, May 2000

III

Entscheidend für die Bevölkerung in den Euroländern ist in erster Linie die Kaufkraft des Geldes im Inland.

Das Sichern der Preisstabilität ist als vorrangiges Ziel für die europäischen Zentralbanken im Maastricht-Vertrag festgeschrieben worden. Stabiles Geld ist das Fundament für anhaltendes Wirtschaftswachstum und hohe Beschäftigung. Stabiles Geld leistet einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung der sozialen Grundwerte in der Gesellschaft.

Allerdings scheint die Preisstabilität des Euro derzeit für Viele schon eine Selbstverständlichkeit zu sein. Wie ein Blick auf die letzten fünf Jahrzehnte zeigt, war Preisstabilität in Europa aber eher die Ausnahme als die Regel.

Der Euro hat sich bislang als ein ausgesprochen würdiger Nachfolger der D-Mark erwiesen. Der Preisauftrieb hält sich trotz einer deutlichen Erhöhung der Ölpreise und der niedrigeren Bewertung des Euro an den Devisenmärkten in engen Grenzen.

Die Inflationsrate lag im April diesen Jahres in Deutschland bei lediglich 1,6 Prozent und im Euroraum bei 1,9 Prozent. Das bedeutet, weder Löhne, noch Renten oder Sparguthaben werden durch hohe Preissteigerungen entwertet. Die Kaufkraft der D-Mark, die ja nur noch eine Untereinheit des gemeinsamen Euro ist, bleibt erhalten.

Doch, um mit Ihren Worten zu sprechen, Herr Palm:

„Die Sicherung des Geldwertes ist beileibe alles andere als eine Schön-Wetter-Veranstaltung. Sie ist eine stets neu zu erfüllende Aufgabe – auch und gerade in Zeiten politischer und wirtschaftlicher Umbrüche.“

Sie können sich darauf verlassen, der EZB-Rat will und wird das erreichte Stabilitätsniveau des Euro auf Dauer sichern.

Natürlich bereitet der schwache Außenwert des Euro Sorgen, und zwar in zweierlei Hinsicht.

- Es können von ihm Gefahren für die innere Stabilität ausgehen.
- Es kann zudem die Bevölkerung verunsichern, wenn damit Stimmung gegen die neue Währung insgesamt gemacht wird.

Für die Akzeptanz der jungen Währung in der Bevölkerung dürfte wohl auch eine Rolle spielen, dass der Euro bislang nur als Buchgeld existiert. Gesetzliches Zahlungsmittel in den Euroländern sind immer noch die nationalen Geldeinheiten. Anfang 2002 kommt das Euro-Bargeld, und bis dahin werden dann auch alle Konten und Sparbücher auf Euro umgestellt sein.

Für den kommenden Umtausch von D-Mark in Euro hat der aktuelle Wechselkurs an den Devisenmärkten aber überhaupt keine Bedeutung; Hier gilt der Anfang 1999 unwiderruflich festgelegte

Umtauschkurs. Niemand braucht also zu befürchten, er werde sein gutes Geld in schlechtes Geld tauschen.

IV

Unbestritten ist die Umstellung des Bargeldes ein weiterer wichtiger Meilenstein für die Bevölkerung in den Euroländern. Gemeinsame Banknoten und Münzen machen die Währungsunion greifbar. Sie werden die gemeinsame Identität stärken.

Es wird vorrangig die Aufgabe der Notenbanken des Eurosystems sein, die Bevölkerung auf die Einführung des Euro-Bargeldes vorzubereiten.

Die Vorarbeiten bei der EZB und den nationalen Notenbanken für eine breit angelegte Aufklärungskampagne über das Euro-Bargeld sind in vollem Gange. Hauptziel ist es, die Öffentlichkeit mit den Details des Bargelds, den Sicherheitsmerkmalen und den Umtauschmodalitäten vertraut zu machen.

Neben der Aufklärungsarbeit ist natürlich auch die große logistische Aufgabe zu bewältigen, das nationale Geld einzusammeln und das Eurogeld auszugeben. Innerhalb weniger Wochen muss der gesamte Bargeldbestand ausgetauscht werden.

In Deutschland ist dabei der dezentrale Aufbau der Bundesbank von großem Vorteil. Denn die Banknoten und Münzen werden vor allem über die Zweiganstalten vor Ort ausgetauscht.

Die Vorbereitungen laufen seit einiger Zeit auf Hochtouren. Erfahrungen auf diesem Gebiet haben wir schon vor 10 Jahren bei der Einführung der D-Mark in Ostdeutschland machen können. Ich bin überzeugt, dass wir auch diesmal die Aufgabe bewältigen - nicht zuletzt durch die Notenbankpräsenz vor Ort.

Unabhängig davon, wie das Leitungsorgan der Bundesbank gestaltet wird, die Bundesbank bleibt mit ihren Zweiganstalten in der Fläche präsent.

Nach meinen Vorstellungen von der künftigen Bundesbank wird es auf jeden Fall weiterhin neun Hauptverwaltungen der Bundesbank geben, eine davon hier am Schlossgarten in Stuttgart.

Die Diskussion der letzten Monate hat wohl einige Verwirrung gestiftet. Ich will es daher ganz deutlich sagen: Die Hauptverwaltungen in den Ländern bleiben eine wichtige Stütze der dezentralen Organisation der Bundesbank. Von hier aus werden die Zweiganstalten in der Fläche geleitet.

Sie – die Hauptverwaltungen mit ihren Zweiganstalten – erfüllen vor Ort die klassischen Notenbankaufgaben: Die Bargeldversorgung und den Zahlungsverkehr, die Refinanzierung der Banken und die Bankenaufsicht.

Dieser dezentrale Aufbau sichert allen Banken einen direkten Zugang zum Eurosystem. Er ist zudem mittelstandsfreundlich. In

den Hauptverwaltungen finden die Banken kompetente Ansprechpartner.

Wichtig ist, dass die Bundesbank nach außen einheitlich auftritt. Nur so kann sie ihr Gewicht im ESZB wahren.

Schon jetzt ist zu erkennen: Die Vielstimmigkeit aus der Bundesbank in der Öffentlichkeit kann leicht für Unmut sorgen. Darum sollten bei der Neustrukturierung die Führungsstrukturen deutlich gestrafft und die Kompetenzen konzentriert werden.

Im Interesse der Institution Bundesbank hoffe ich, dass möglichst bald Klarheit über ihre künftige Struktur besteht. Entscheidend ist, dass die Bundesbank aus dieser Reform gestärkt hervorgeht, für ihre Aufgaben im Eurosystem, in internationalen Organisationen und als nationaler Stabilitäts- und Vertrauensanker.

V

Herr Palm, als Sie vor acht Jahren ihr Amt als Landeszentralbankpräsident antraten, war der Maastricht-Vertrag gerade unterzeichnet worden. Die Europäische Währungsunion war damals kaum mehr als eine Idee. Und die Verwirklichung einer Stabilitätsunion mit einem Großteil der EU-Länder stand weitgehend in den Sternen.

Mit Ihrer pragmatischen Art und dem Sinn für das Machbare haben Sie im deutschen Zentralbankrat mit dazu beigetragen, den

„Stabilitätsstern“ für Europa vom Himmel zu holen. Die Idee einer Währungsunion für Europa ist nun Wirklichkeit.

„Damit haben wir Erhebliches erreicht. Es ist heute für eine Regierung nicht mehr möglich, eine völlig falsche Politik oder gar einen Krieg über die Notenpresse zu finanzieren“,

So haben Sie selbst das positive Fazit für Europa gezogen.

Zugleich haben Sie, Herr Palm, die Landeszentralbank in Baden-Württemberg in diesen Zeiten des Umbruches und der Neuorientierung souverän geführt. Sie hinterlassen ein wohlbestelltes Haus. Dafür danken wir Ihnen.

Das wird Ihnen, Herr Schieber, den Start als Nachfolger leicht machen. Zumal Sie bereits sieben Jahre Vizepräsident dieser LZB waren. Und auch Ihre beruflichen Wurzeln liegen hier in Baden-Württemberg.

„Der verlorene Sohn kehrt heim“, mag mancher von Ihnen jetzt vielleicht denken. So weit ich dies beurteilen kann, war Ihre Zeit im Direktorium, Herr Schieber, keineswegs verloren.

Bis August 1998 haben Sie das Dezernat Internationale Beziehungen mit der wichtigen Europaabteilung geleitet. Hier galt es, die Zusammenarbeit mit dem Europäischen Währungsinstitut zu entwickeln und dem Vertrag von Maastricht Leben einzuhauen.

Ihre Erfahrung und Ihr fachliches Wissen, nicht zuletzt aber auch Ihre Beredsamkeit und Überzeugungskraft – für einen schwäbischen Pastorensohn ist das wahrscheinlich gar nichts besonderes – waren dabei von größtem Nutzen.

In den letzten Jahren haben Sie das Dezernat Kredit, Finanzmärkte und Devisen geführt. Als Stichworte mögen Asienkrise und Euro-Einführung genügen, um deutlich zu machen, wie wichtig Ihr Einsatz und Ihre Mitarbeit im Direktorium und im Zentralbankrat waren. Von Frankfurt bringen Sie also viele Erfahrungen mit nach Stuttgart. Für die Landeszentralbank kann dies nur ein Gewinn sein.

Ihr Jugendtraum aber, einmal Erster Direktor in Freiburg zu sein, wird sich nun wohl nicht mehr erfüllen. Immerhin sind Sie Freiburg nun aber wieder einige Kilometer näher gekommen.

Dafür können Sie, lieber Herr Schieber, jetzt häufiger zu den Spielen des VfB Stuttgart gehen. Wie Sie einmal selbst gesagt haben, auch um zu hören, wie Tausende im Stadion Ihren Namen rufen.

VI

Herr Palm, Sie haben uns bei verschiedenen Gelegenheiten im Zentralbankrat mit Gedichten unterhalten. Und Sie haben immer auch den Wert des Feierns hochgehalten.

Wer feiert, der sagt Ja zum Leben und richtet es positiv aus. Für den Verneinenden aber gibt es kein Fest. Sie haben diese Lebenseinstellung treffend zusammengefasst:

„Wenn nur erscht g'feiert isch,
g'schafft isch glei.“

Und Sie haben mit dieser Lebenseinstellung in Ihrem Leben tatsächlich vieles geschaffen, für Baden-Württemberg, für die Bundesbank, für unser Land.

Im Namen des Direktoriums und des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank danke ich Ihnen dafür sehr herzlich.

Ich wünsche Ihnen beiden, Herr Palm und Herr Schieber, für die Zukunft alles Gute.

* * *

Sendesperrfrist: Montag, 5. Juni 2000
10.45 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Prof. Dr. Hermann Remsperger

Mitglied des Direktoriums

der Deutschen Bundesbank

Bankenwettbewerb und Geldpolitik

Vortrag anlässlich der Informationstagung der Deutschen
Sparkassenakademie in Berlin

am Montag, 5. Juni 2000

Bankenwettbewerb und Geldpolitik*)

Mit den folgenden Überlegungen schauen wir zuerst von der Geldpolitik auf den Bankenwettbewerb, fragen dann, warum sich der Bankenwettbewerb verschärft hat, und versuchen schließlich zu klären, was die größere Konkurrenz im Kreditgewerbe für die Geldpolitik bedeutet.

I Bedeutung der Geldpolitik für den Bankenwettbewerb

Wie früher die Bundesbank zielt nunmehr auch das Eurosystem auf eine größtmögliche Wettbewerbsneutralität der Geldpolitik. So soll im Prinzip jedes Kreditinstitut einen unmittelbaren Zugang zum Notenbankkredit haben. Gleichwohl hängt die Wirkung der Geldpolitik auf die Kreditinstitute von deren jeweiliger Geschäftsstruktur und –strategie ab. Nicht zuletzt deswegen hat es in der Vergangenheit immer wieder Diskussionen über das Postulat der Wettbewerbsneutralität in der Geldpolitik gegeben. Beispiele dafür waren die Diskont-, aber auch die Mindestreservepolitik.

So fühlten sich jene Institute und Bankengruppen in Deutschland, die sich verstärkt über Spar- und Termineinlagen refinanzieren, durch die bis zum Ende der 2. Stufe der Europäischen Währungsunion noch unverzinsten Mindestreserven besonders "belastet". Eine – aus Sicht der Geldpolitik natürlich uner-

* Ich danke Herrn Hans Bauer und Frau Hannah Hempell für die große Unterstützung bei der Arbeit an dem vorliegenden Referat.

wünschte – Reaktion in Form des Ausweichens auf die nicht von der inländischen Mindestreserve erfassten Euromärkte stand dabei nicht allen Banken gleichermaßen offen. Mit Beginn der 3. Stufe und der marktmäßigen Verzinsung des Mindestreserve-Solls hat sich dies aber geändert. Manche meinen sogar, gegenüber Instituten in Ländern ohne Mindestreserve bestünde ein gewisser Wettbewerbsvorteil: Die Mindestreserveguthaben können in der Europäischen Währungsunion wegen der monatsdurchschnittlichen Erfüllung gleichzeitig als Arbeitsguthaben für den Interbankenzahlungsverkehr eingesetzt werden, während sie aufgrund ihrer Verzinsung keine Opportunitätskosten verursachen.

Nun stehen in der Währungsunion unter dem Wettbewerbsaspekt aber nicht mehr die Mindestreserven, sondern die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems im Zentrum intensiver Erörterungen. Schon relativ früh wurde kritisiert, dass Institute mit überdurchschnittlich hohen notenbankfähigen Sicherheiten bzw. Wertpapierbeständen begünstigt seien. Sie könnten, so hieß es, ihren Refinanzierungsbedarf zu einem vergleichsweise großen Teil über den Notenbankkredit decken. Sie seien weniger auf den Geldmarkt angewiesen. Liege der Tendersatz unter dem Geldmarktzins, würden diese Banken bevorzugt. Als Reaktion auf diese Kritik stellte das Eurosystem klar, dass nicht bereits die Tendergebote durch Sicherheiten zu unterlegen sind. Nur die tatsächliche Zuteilungsmenge sei zu besichern. Dies förderte allerdings die Abgabe von außerordentlich hohen Geboten in Erwartung sehr niedriger Repartierungs-

quoten. Die seit Beginn dieses Jahres bestehenden Zinssteigerungserwartungen verschärften das Überbietungsproblem. Wie es gelöst wird, bleibt abzuwarten. Ich kann lediglich betonen, dass es um ein ganzes Bündel von geld-, wettbewerbs- und ordnungspolitischen Fragen geht, die mit der Notenbanktechnik verknüpft sind.

Unter dem Wettbewerbsaspekt fällt mir in der öffentlichen Diskussion auf, dass der Zinstender auch bei weniger großen Banken Anhänger gewinnt, die ihn früher sehr skeptisch gesehen haben. Offenbar werden die Probleme, die mit dem praktizierten Mengentenderverfahren verbunden sind, höher gewichtet als eventuelle Nachteile des Zinstenders. Hier und da wird befürchtet, dass ein Zinstender zur Unsicherheit auf den Märkten führen könnte, und es der EZB schwerer fiele, ihren Kurs eindeutig zu kommunizieren. Andere argumentieren wiederum, dass auch mit einem Zinstender ein klares Signal gesetzt werden kann. Die Versuchung ist groß ... aber den Teufel werde ich tun, mich öffentlich in dieser Thematik festzulegen. Stattdessen möchte ich betonen, dass sich der Wettbewerbsdruck im Bankgewerbe durch die Einführung des Euro weiter verschärft hat. Zuvor hatte die Schaffung des Binnenmarktes den Konkurrenzdruck bereits erhöht. Durch die einheitliche Währung fielen dann Wechselkursrisiken und Anlagebeschränkungen weg, die Transparenz auf den Märkten erhöhte sich. All das begünstigte die Entstehung breiterer und tieferer Finanzmärkte. Der relevante Markt für die Banken weitete sich aus. Das Marktzutrittspotenzial hat zugenommen.

II Ursachen der Wettbewerbsverschärfung

Wenn ich die Katalysator-Funktion des Euros für den Banken-Wettbewerb betone, möchte ich aber nicht all jene Faktoren vernachlässigen, die schon im Verlauf vieler Jahre wettbewerbsverschärfend wirkten. Herausgefordert wurden und werden die Banken durch andere Finanzintermediäre, durch die Wertpapiermärkte und schließlich auch durch Unternehmen "jenseits" des Finanzsektors. Das Internet befähigt dabei die gegenseitige Marktdurchdringung.

Seit etwa Mitte der achtziger Jahre haben vor allem der weitere Abbau von Regulierungen auf den Kapitalmärkten und beim Kapitalverkehr sowie die Fortschritte bei der Informations- und Kommunikationstechnologie den Wettbewerb zusätzlich angefacht. Dabei kam insbesondere das Einlagengeschäft der Banken unter Druck. Das Interesse der Anleger an attraktiven Renditen und an der Diversifizierung ihrer Finanzaktiva förderte die Anlage bei anderen Finanzintermediären wie Versicherungen und Investmentgesellschaften. Die Verbriefung von Finanzbeziehungen hinterließ auch in den Bankbilanzen ihre Spuren. Das Verhältnis der umlaufenden Bankschuldverschreibungen zu Einlagen von in- und ausländischen Nichtbanken lag Anfang der 90er Jahre bei rund 37 %. Im März 2000 betrug die entsprechende Relation über 62 %. Vornehmlich als Ergebnis des scharfen Wettbewerbs um Ersparnisse fiel der Anteil der Geld-

anlage der inländischen nichtfinanziellen Sektoren bei Banken in Form von Bankeinlagen - also ohne die Anlage in Bankschuldverschreibungen gerechnet - von gut 50 % im Jahr 1970 auf rund 36 % im Jahr 1998.

Während die Disintermediation im Passivgeschäft der Banken, also bei der Anlage von Sparmitteln, schon recht weit fortgeschritten ist, zeigen die Zahlen der Finanzierungsrechnung beim Aktivgeschäft der Banken seit Anfang der siebziger Jahre eine relativ stabile Quote der Bankkredite bei der Finanzierung des nichtfinanziellen Sektors von gut 50 %. Dies bedeutet, dass der „reale“ Sektor sich gut die Hälfte seiner benötigten externen Mittel bei Banken beschafft. In der Vergangenheit wurde dies häufig mit besonderen Vorteilen der Banken bei der Kreditwürdigkeitsprüfung und der Kreditüberwachung in Verbindung gebracht. Offenbar sind aber die Unternehmen mit steigender Umsatzgröße tendenziell weniger auf Kreditmittel der Banken angewiesen. Sie greifen verstärkt auf andere Quellen zurück. Die gleichwohl relativ stabile Bankkreditquote lässt vermuten, dass umgekehrt die Abhängigkeit der kleinen und mittleren Firmen von Bankkrediten eher gestiegen ist und insoweit kompensierend wirkte. Bei Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mindestens 100 Mio DM machten Bankkredite 1998 weniger als 10 % der Bilanzsumme aus. Bei kleineren Unternehmen mit einem Jahresumsatz unter 25 Mio DM lag der entsprechende Anteil zwischen 33 und 40 %.

Soweit allerdings infolge sinkender Informations- und Transaktionskosten die Nachfrage nach verbrieften Finanzierungsformen eher steigt, dürfte die Mitaufnahme auch von Unternehmen mittlerer Größe über Anleiheemissionen in der Zukunft größere Bedeutung erlangen. Dieser Prozess, der ja bereits unterwegs ist, korrespondiert auf der Bankenseite mit dem Bemühen, das Investmentbanking weiter auszubauen. Jedenfalls hat die Verbriefung in jüngerer Zeit auch die Disintermediation auf der Aktivseite der Banken befördert.

Lassen Sie mich an dieser Stelle hinzufügen, dass das Internet dem Wettbewerb ganz neue Dimensionen erschließt. Durch elektronische Bankdienstleistungen und neue Vertriebswege ist der Marktzutritt für Banken und andere Finanzdienstleister leichter geworden. Galt es früher noch für neu in den Markt eintretende Banken aufwendige Filialnetze aufzubauen, um sich insbesondere auch im Retail- aber auch im Wertpapieranlagegeschäft zu etablieren, so ist dies dank neuer Technik bedeutend einfacher geworden. Die Personalintensität der Kundenbetreuung kann durch das Internetbanking weiter gesenkt werden, gleichzeitig wird die Verfügbarkeit für den Kunden gesteigert. Entsprechend rasant ist auch das Wachstum in diesem Bereich: Ende 1999 wurden in Deutschland bereits über 10 Millionen Konten "online" geführt, gegenüber 6,9 Millionen im Vorjahr.

Neben den Kostenvorteilen bietet das Internetbanking auch in qualitativ einer neuen Dimension, deren Ausmaß zurzeit nur erahnt werden kann. Beschränkte

sich das Online- und Internetbanking ursprünglich in erster Linie auf die klassische Giro- und Depotkontoführung sowie das Wertpapierkommissionsgeschäft, so stößt es inzwischen auch auf weitere klassische aber gemeinhin bera-tungsintensivere Bankbereiche vor.

Mittlerweile ist die Erstellung individueller Sparpläne und Anlagestrategien, aber auch die Planung der Baufinanzierung via Internet schon keine Zukunftsmusik mehr, sondern gelebte Gegenwart. Hinzu kommen umfangreiche Informationsangebote rund um die Finanzmärkte mit aktuellen Börsenkursen, Hintergrund-informationen und Ad-hoc-Meldungen. Der Trend geht zu einer ständigen Erweiterung der über das Netz angebotenen Produktpalette.

Gleichzeitig nimmt die Markttransparenz rasant zu. Die Konditionen verschiedener, konkurrierender Anbieter sind nur noch einen Mausklick von einander entfernt. Die Informationskosten für den Kunden sind erheblich gesunken. Mit der Transparenz ist auch zugleich die Mobilität der Kunden merklich gestiegen.

Angesichts dieser Entwicklungen wird deutlich, dass mit dem Internetbanking nicht nur der Markteintritt für neue Wettbewerber trotz hoher Investitionen im IT-Bereich im Vergleich zum Aufbau eines Filialnetzes kostengünstiger geworden ist. Vor allem das Tempo des Marktzutritts hat sich durch die hohe Transparenz dieses Mediums drastisch erhöht. Eine neue Bank kann so mit günstigen Kon-ditionen wesentlich schneller Marktanteile erobern, als das bisher möglich war.

Damit wird die Bedrohung, die von potenziellen Wettbewerbern für am Markt befindliche Banken ausgeht, deutlich erhöht.

Die nächste Stufe der Wettbewerbserweiterung könnte schließlich das elektronische Geld darstellen. Wenngleich wir uns hier noch im Anfangsstadium befinden, dürfte den Banken insbesondere durch das software-basierte elektronische Geld, bisher "Netzgeld" genannt, eine zusätzliche Konkurrenz durch Nichtbank-Unternehmen erwachsen. Auch Anbieter aus dem Ausland könnten hier eine besondere Herausforderung darstellen.

Meine ohnehin sehr knappe Beschreibung des Wettbewerbs im Kreditgewerbe wäre noch unvollständiger, wenn ich nicht noch darauf hinweisen würde, dass der größere Konkurrenzdruck zu Zusammenschlüssen von Banken und zu einem Rückgang der Zinsspannen geführt hat. Die durchschnittliche Zinsspanne der Banken hat sich bis 1998 auf 1,37 % verengt; die höchste Zinsspanne war 1983 mit 2,27 % erreicht worden. Zur Steigerung der Eigenkapitalrentabilität bemühen sich die Banken verstärkt um Erträge aus dem nicht-zinsabhängigen Geschäft, also Erträge aus Wertpapierkommissionsgeschäften, aus dem Eigenhandel mit Wertpapieren und Devisen sowie aus den Dienstleistungen, die mit der direkten Mittelaufnahme von Unternehmen am Markt bzw. der Mittelanlage von Investoren und der Beratung verknüpft sind.

Die Zahl der Kreditinstitute ist in Deutschland von 13 360 Instituten Ende 1957 bis Ende 1999 vor allem durch Zusammenschlüsse auf rund 3000 zurückgegangen¹. Die Zusammenschlüsse sind meines Erachtens auch ein Ausdruck des verschärften Wettbewerbs. Die Konsolidierung hat sich vor allem innerhalb der einzelnen Bankengruppen abgespielt. So ging die Zahl der Sparkassen im betrachteten Zeitraum von 871 auf 578 und die der Kreditgenossenschaften von 11 765 auf 2 035 zurück. Die Zahl der Zweigstellen, die bis 1958 durch eine Art Bedürfnisprüfung begrenzt worden war, erhöhte sich von 1957 bis 1999 von 13 000 auf rund 41 240. In der ersten Hälfte der neunziger Jahre, als in den neuen Bundesländern neue Zweigstellen eröffnet wurden, erreichte sie vorübergehend sogar den bisherigen Spitzenwert von 45.600 (1992). Diese Zahlen enthalten allerdings nicht die Zweigstellen der Postbank, der Bausparkassen und auch nicht der Kapitalanlagegesellschaften.

Gemessen an der Bilanzsumme lag der zusammengefasste Marktanteil der 5 größten Institute in Deutschland Ende 1997 bei ca. 17 %. Ende 1999 betrug er 19 %². Für die zehn größten Institute lag der Anteil bei knapp 32 %. Deutschland markierte mit diesem Konzentrationsmaß das untere Ende in der Europäischen Union. Schweden mit rund 90 % Marktanteil der 5 größten Insti-

¹ Zur Bilanzstatistik berichtende Institute, d. h. ohne Bausparkassen (bis Ende 1998), ohne Wohnungsunternehmen, ohne Kapitalanlagegesellschaften, Bürgschaftsbanken sowie ohne Wertpapiersammelbank.

² Zahlen beziehen sich nicht auf Konzerne und sind auf den Inlandsteil beschränkt. Bei Einbeziehung des Auslands bzw. Konzernzahlen läge der Anteil deutlich höher. Ein um konzerninterne Beziehungen bereinigtes Geschäftsvolumen als Bezugsgröße liegt allerdings nicht vor.

tute 1997 und die Niederlande mit etwa 80 % lagen am oberen Ende; der ungewichtete EU-Durchschnitt betrug knapp 53 %.

An dieser Stelle sei noch einmal hervorgehoben, dass es keinen zwangsläufigen Zusammenhang zwischen zunehmender Konzentration und abnehmendem Wettbewerb innerhalb eines Marktes gibt. Oft ist nicht die Anzahl der tatsächlich auf dem Markt agierenden Anbieter für das Wettbewerbsverhalten entscheidend, sondern der drohende Markteintritt potenzieller Anbieter. So gesehen erscheint die Sorge um abnehmenden Wettbewerb durch steigende Konzentration in einem anderen Licht. Es wird deutlich, dass die Zahl der Banken oder Marktanteile nur sehr bedingt darüber Aufschluss geben können, wie groß der Wettbewerbsdruck tatsächlich ist.

III Bedeutung des Bankenwettbewerbs für die Geldpolitik

Meine Damen und Herren, nun ist es höchste Zeit, die Frage zu stellen, was die größere Konkurrenz im Finanzgewerbe für die Geldpolitik bedeutet. Drei Aspekte erscheinen mir dabei besonders wichtig, nämlich die Transmission geldpolitischer Impulse, die Abgrenzung und Steuerbarkeit der Geldmenge sowie die Stabilität des Finanzsystems.

Die Notenbanken sind schon aus gesamtwirtschaftlichen Gründen an einem stabilen Finanzsystem interessiert. Aber auch bei der Implementierung ihrer Politik sind sie auf stabile Banken mit einer langfristig befriedigenden Ertrags-

entwicklung angewiesen. Dem steht ein harter Wettbewerb nicht entgegen. Ganz anders würde es jedoch bei einem ruinösen Wettbewerb aussehen, der aber nicht zu konstatieren ist.

Die Wirkung der Zusammenschlüsse von Banken auf die Stabilität des Finanzsystems und damit indirekt auf die Geldpolitik ist sehr differenziert zu beurteilen. Falls sich die erwarteten Synergieeffekte durch Fusionen tatsächlich realisieren lassen, dürfte die Stabilität des Finanzsystems eher steigen. Andererseits wird argumentiert, dass beim Zusammenschluss von ohnehin schon sehr großen Banken der Druck auf den Staat zunähme, im Krisenfall Hilfen zu gewähren. Ich kann dieses komplexe Thema hier nicht abschließend bewerten. Es sei lediglich betont, dass die Zahl der Kreditinstitute in Deutschland trotz ihres Rückgangs weiterhin hoch ist. Die Konzentration hält sich in Grenzen.

Der weiter zunehmende Wettbewerb im Finanzgewerbe wird auch immer mehr mit der Frage nach der Abgrenzung und Steuerbarkeit der Geldmenge verknüpft. Hier ist zunächst an die Disintermediation im Einlagengeschäft der Banken zu erinnern. Fließt ein immer größerer Teil von Anlagen an den Banken vorbei, ist es umso wichtiger, dass die Rückschleusung dieser Mittel in der Monetären Analyse als Verbindlichkeiten von Nichtbanken bzw. „Nicht-Monetären Finanzinstituten“ erfasst und interpretiert werden kann.

Im Einlagengeschäft der Banken hat der erhöhte Wettbewerb dazu geführt, dass vorher unverzinsliche Einlagen inzwischen verzinst werden und niedrig verzinsten Einlagen teilweise deutlich an Bedeutung verloren haben bzw. sich in der Verzinsung den Marktzinsen immer stärker annähern und zu einer verstärkten Ökonomisierung der Transaktionskasse der Bankkunden geführt haben. Angaben aus der Zinsstatistik deuten in diesem Zusammenhang darauf hin, dass auch im Einlagengeschäft Zinsschritte aufgrund des höheren Wettbewerbs relativ schnell weitergegeben werden. Mit der dadurch zunehmenden Bedeutung der Eigenverzinsung der in der Geldmenge enthaltenen Komponenten wird aber die Steuerung der Geldmenge, die im Euro-System ein breit gefasstes monetäres Aggregat darstellt, erschwert: Stellt eine Zinsanhebung grundsätzlich einen Anstieg der Opportunitätskosten der Geldhaltung dar und macht diese damit weniger attraktiv, ist dies bei einer erhöhten Eigenverzinsung nicht mehr im gleichen Ausmaß der Fall. Die Banken geben den Zinsschritt der Zentralbank bei vergleichsweise marktnah verzinsten Einlageformen an den Kunden weiter, so dass die Geldmenge zumindest in diesen Komponenten nicht mehr notwendigerweise zurückgeht, sondern temporär möglicherweise sogar steigen kann. Beim breit gefassten Geldmengenaggregat M3 des Euro-Systems gilt dies insbesondere auch für die marktfähigen Komponenten wie Geldmarktfondsanteile und –papiere, kurzfristige Bankschuldverschreibungen sowie Repogeschäfte. All dies ist bei der Interpretation des Gesamttaggregats der Geldmenge entsprechend zu berücksichtigen.

Die größere Konkurrenz im Bankgewerbe berührt den Transmissionsprozess in vielfältiger Weise. Im Mittelpunkt der Betrachtungen stehen dabei der Zins- und der Kreditkanal. Vorweg sei aber betont, dass grenzüberschreitende Zusammenschlüsse von Banken und die länderübergreifende Annäherung von Finanzmarktstrukturen das Problem einer asymmetrisch wirkenden Geldpolitik reduzieren.

Im Zinskanal wird der geldpolitische Impuls durch eine Veränderung des Markt-zinses und einer damit einhergehenden Nachfrageveränderung weitergegeben. Für den Kreditmarkt bedeutet dies beispielsweise, dass sich eine Erhöhung der Leitzinsen durch die Zentralbank in höheren Kreditzinsen niederschlägt und der damit erhöhte Preis eines Kredites zu einem Rückgang der Kreditnachfrage führt.

Wie schnell nun die Weitergabe solcher Zinsschritte der Zentralbank durch die Banken tatsächlich erfolgt, hängt wesentlich von dem in den einzelnen Markt-segmenten herrschenden Wettbewerb ab. Zunächst gilt, dass ein erhöhter Wettbewerb tendenziell zu einer Verminderung der Zinsmargen führt. Dies wie-derum bedeutet auch, dass der Spielraum für die jeweilige Bank grundsätzlich kleiner wird, ihren Zins individuell zu setzen, d.h. Zinsschritte verzögert oder abgeschwächt an die Kunden weiterzugeben. Hieraus folgt, dass Zinsschritte über den Zinskanal bei steigendem Wettbewerb schneller weitergegeben werden. Diese schnellere Transmission geldpolitischer Signale ist aus der

Perspektive der Zentralbank zu begrüßen. Die Geldpolitik wirkt unmittelbarer. Zugleich hat die Geldpolitik analytisch verstärkt auf den Kapitalmarkt zu achten. Wegen der zunehmenden Verbriefung und der damit verbundenen laufenden Bewertung von Forderungen am Sekundärmarkt spielt der Kapitalmarktzins im Transmissionsprozess eine immer bedeutendere Rolle.

Insgesamt hat zunehmender Wettbewerb auf dem Bankenmarkt vom Zinskanal her betrachtet einerseits eine tendenziell beschleunigte Übertragung geldpolitischer Impulse zur Folge, andererseits aber kann die Eigenverzinsung der Geldmenge zumindest zeitweise zu Interpretations- und Steuerungsproblemen führen. Mit einer verbreiteten Nutzung elektronischen Geldes im Zahlungsverkehr der Nichtbanken würden die gerade geschilderten Interpretations- und Steuerungsprobleme zunehmen. Darüber hinaus würde die Geldpolitik insbesondere durch Netzgeld vor zusätzliche Herausforderungen gestellt. Diese resultieren zunächst einmal aus der Möglichkeit einer grenzüberschreitenden Nutzung und Emission. Denkbar ist zum Beispiel, dass Inländer von einem ausländischen Emittenten herausgegebenes Geld für Käufe im Inland verwenden. Nehmen solche Transaktionen einen nennenswerten Umfang an und gehen diese mit einer verstärkten Geldhaltung im Ausland einher, dürfte sich der Zusammenhang zwischen heimischer Geldmenge und inländischem Transaktionsvolumen lockern. Geldmengenindikatoren würden damit vermutlich an Informationsgehalt verlieren.

Darüber hinaus muss das Augenmerk auch auf die Frage gerichtet werden, ob von der Geldpolitik unabhängige Netzgeldkreisläufe entstehen können. Im Extremfall würden Zentralbanken dann ihre Fähigkeit verlieren, die Geldpolitik zu implementieren. Naht also das Ende der Geldpolitik? Meine Antwort ist nein. Ein Ende der Geldpolitik ist nicht in Sicht. Allerdings muss man dafür sorgen, dass die rechtlichen Rahmenbedingungen für das elektronische Geld den geldpolitischen Herausforderungen gerecht werden. Vor allem kommt es darauf an, Nichtbanken-Unternehmen, die elektronisches Geld emittieren wollen, der Bankenaufsicht und den Mindestreserveregelungen zu unterstellen. Rein faktisch sei hinzugefügt, dass das Volumen des in Deutschland emittierten elektronischen Geldes im April 2000 nur 0,05 % des Bargeldumlaufs ausmachte. Für die übrigen Länder des Euro-Raums stellt sich die Situation ähnlich oder für das elektronische Geld sogar eher noch ungünstiger dar.

Neben dem Zinskanal stellt der so genannte Kreditkanal einen zusätzlichen Weg dar, über den der Bankenwettbewerb den Transmissionsprozess beeinflussen kann. Er beschreibt für den Fall einer restriktiven Geldpolitik die Transmission einer Leitzinserhöhung über das mengenmäßige Angebot an Finanzierungsmitteln auch und insbesondere von Seiten der Banken.

Da dem Kreditnehmer mehr relevante Informationen über seine Geschäftslage vorliegen als der Bank, führt eine restriktive geldpolitische Maßnahme zu einer Einschränkung des Bankkreditangebots vor allem für diejenigen Kreditkunden,

bei denen dieses Informationsproblem am gravierendsten ist. Als Grund für diese Einschränkung des Kreditangebots wird in der Literatur zum einen angeführt, dass höhere Zentralbanksätze die Refinanzierung der Banken – und damit der Kreditvergabe – verteuern, zum anderen, dass ein zentralbankinduziertes, höheres Zinsniveau den Gegenwartswert von als Kreditsicherheiten verwendbaren Aktiva verringert. Diese beiden "Mechanismen" wirken umso stärker, je größer das Informationsproblem zwischen Kreditnehmer und -geber ist.

Die empirische Evidenz in Deutschland hinsichtlich des Kreditkanals ist allerdings gemischt. Während einige Studien keinen Hinweis auf seine Existenz feststellen können oder zu keinem eindeutigen Ergebnis kommen, finden andere Untersuchungen durchaus Hinweise für das Bestehen eines Kreditkanals. Eine Hauptursache für diese uneinheitlichen Ergebnisse dürften die besonderen Schwierigkeiten sein, aus den Daten eine Unterscheidung von Kreditangebots- und Kreditnachfragebewegungen vorzunehmen. Eine besondere Rolle spielen in diesem Zusammenhang die in Deutschland weit verbreiteten Hausbankbeziehungen, die zumindest zu Wirkungsverzögerungen bei restriktiven geldpolitischen Maßnahmen führen können und somit die zeitliche Zuordnung einer Reaktion der Kreditmenge auf einen Zinsschritt der Zentralbank erschweren.

Diese engen und umfassenden Bank-Kunden-Beziehungen schließen zum einen eine sehr viel breitere Informationslage der Bank über ihren Kunden ein, so dass sich das Problem asymmetrischer Information etwas abgemildert darstellt. Zum anderen kann die langjährige Geschäftsbeziehung auch als eine Art implizite Liquiditätsversicherung interpretiert werden: In der auf einen langen Horizont angelegten Beziehung springt die Bank bei Finanzierungsengpässen des Kreditnehmers ein, in denen sie bei einem Neukreditgeschäft unter Umständen keinen Kredit gewährt hätte. Als Gegenleistung kann sie zuvor und in späteren Phasen kompensierende Erträge erzielen, z.B. in Form von durchschnittlich etwas höheren Kreditzinsen oder durch den Abschluss von Verbundgeschäften.

Zunehmender Wettbewerb im Bankenmarkt macht nun in der Phase nach Erbringung der Versicherungsleistung den Wechsel des Kreditnehmers zu einer anderen Bank mit günstigeren Konditionen attraktiver. Der Informationsaufwand über alternative Angebote ist geringer und gleichzeitig könnte mit einem verstärkten Preiswettbewerb der mögliche Ertrag aus einem Wechsel zu einer anderen Bank höher werden, zumal diese – da sie die „Versicherungsleistung“ nicht erbracht hat – günstiger wäre. Vor diesem Hintergrund ist es für die Hausbank nicht mehr so lohnend wie zuvor, kritische Finanzierungsphasen ihres Kreditnehmers zu überbrücken, da sie für die Zukunft nicht mehr in gleichem Ausmaß die Möglichkeit haben wird, kompensierende Erträge aus dieser Geschäftsbeziehung zu ziehen.

Mit einer geringeren Attraktivität der Hausbankbeziehung würden damit sowohl der erwähnte Versicherungscharakter dieser Bank-Kunden-Verbindung zumindest teilweise verloren gehen als auch der mit dieser intensiven Beziehung einhergehende stärkere Informationsfluss. Beides würde die Kreditangebotseinschränkung im Falle restriktiver Geldpolitik begünstigen und damit ihre Auswirkungen verschärfen.

Jedoch ist diese Interpretation der Wirkung von Wettbewerb auf das Fortbestehen der Hausbankbeziehung keineswegs unumstritten. Es wird auch argumentiert, dass die Investition in enge Hausbankbeziehungen von Seiten der Bank als eine Möglichkeit gesehen werden kann, sich gegen zunehmenden Wettbewerb abzuschirmen. Damit wird die Investition in die Hausbankbeziehung, etwa in Form einer verstärkten Sammlung und Auswertung von Information über den Kunden, praktisch zur strategischen Antwort der bereits am Markt agierenden Banken auf Marktzutrittserleichterungen für neu eintretende Banken. Während die einfache Transaktionskreditvergabe, die mit einem vergleichsweise geringeren Informationsaufwand erfolgt, dem direkten Preiswettbewerb mit den neu erwachsenen Konkurrenten ausgesetzt ist, kann sich die Kreditvergabe im Rahmen einer Hausbankbeziehung bis zu einem gewissen Grade dem Preiswettbewerb entziehen. Durch die implizit enthaltene Liquiditätsversicherung wird der geforderte Kreditzins zu einem Preis für ein umfassenderes Paket von Bankleistungen.

Insgesamt ist die Wirkung einer Wettbewerbszunahme im Bankenmarkt für den Kreditkanal bisher wegen des noch sehr eingeschränkten Wissens über seine Existenz und seine quantitative Bedeutung, aber auch wegen der ungeklärten Auswirkungen des Wettbewerbs auf die Hausbankbeziehungen nicht eindeutig zu bestimmen. Trotz all dieser Unsicherheiten möchte ich aber mit den treffenden Worten meines Kollegen Edgar Meister betonen, „dass deutsche Institute bisher gerade im „relationship banking“ besondere Stärke zeigten. Daher hege ich keinen Zweifel, dass auch künftig die Versorgung der Wirtschaft und insbesondere des Mittelstands mit Krediten gesichert sein wird.“

IV Thesenförmige Zusammenfassung

Lassen Sie mich jetzt bitte meine Überlegungen in 4 Punkten zusammenfassen:

1. Ähnlich wie früher die Bundesbank ist auch die EZB bestrebt, die Wettbewerbsposition der Banken durch die Geldpolitik möglichst nicht zu verändern. Neben geldpolitischen Erwägungen spiegelt sich in der aktuellen Diskussion über das Tenderverfahren im Hauptrefinanzierungsgeschäft der EZB auch das Postulat der Wettbewerbsneutralität.
2. Der Euro hat den Wettbewerb im Finanzgewerbe zusätzlich verschärft. Die rückläufige, aber immer noch hohe Zahl von Banken in Deutschland ist nicht Ausdruck eines abnehmenden, sondern eines zunehmenden Wettbewerbs,

der sich durch den technischen Fortschritt weiter erhöht. Im Internet sind die Konditionen konkurrierender Anbieter nur noch einen Mausklick voneinander entfernt. Das steigert die Transparenz und befähigt die gegenseitige Marktdurchdringung.

3. Die Geldpolitik wird vom Wettbewerbsprozess im Finanzgewerbe in vielfältiger Weise berührt. Hier geben sich mehrere Themen die Hand – angefangen von der Stabilität des Finanzsystems über die Abgrenzung und Steuerbarkeit der Geldmenge bis hin zur Fortpflanzung geldpolitischer Impulse in den monetären und realen Sektor der Wirtschaft hinein. Auf diesen Gebieten ist auch für die Bundesbank noch viel zu forschen. Als vorläufiges Zwischenergebnis darf aber festgehalten werden, dass die Verschärfung des Bankenwettbewerbs einer wirkungsvollen Geldpolitik grundsätzlich nicht im Wege steht. Einiges spricht sogar für die Annahme, dass die Durchsetzungskraft der Geldpolitik mit dem Wettbewerbsdruck im Finanzgewerbe steigt.
4. Das Netzgeld stellt eine besondere Ausprägung des Wettbewerbs im monetären Bereich dar. Gerade weil hier auch Nichtbanken ins „angestammte“ Bankgeschäft kommen können, muss darauf geachtet werden, dass der Transmissionsriemen in der Geldpolitik nicht reißt. Ein „Bänderriss“ zwischen Notenbanken und Kreditinstituten stellt aber alles andere als eine akute Gefahr dar. Ein Ende der Geldpolitik, das gelegentlich bereits thematisiert wurde, ist nicht in Sicht.

Sendesperrfrist: 13. Juni 2000, 12.00 Uhr

Deutsche Bundesbank

Edgar Meister

Mitglied des Direktoriums
der Deutschen Bundesbank

**Entwicklungslien und Perspektiven der (inter)nationalen Ban-
kenaufsicht**

Vortrag beim
1. Norddeutschen Bankentag,
Lüneburg,
Dienstag, den 13. Juni 2000

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

ich freue mich, heute beim 1. Norddeutschen Bankentag in Lüneburg zu sein, in dessen Fokus „Kreditwirtschaftliche Strategien zu Beginn des neuen Jahrtausends“ stehen. In den strategischen Überlegungen der Kreditwirtschaft müssen selbstverständlich immer auch die aufsichtlichen Rahmenbedingungen berücksichtigt werden. Daher freue ich mich, über aktuelle Entwicklungen aus dem Blickwinkel der Aufsicht zu sprechen und mit Ihnen diskutieren zu können.

In einer Bankenwelt, die zunehmend durch die Europäisierung und die Globalisierung der Finanzgeschäfte sowie auch der Marktteilnehmer geprägt ist, sind die daraus folgenden Herausforderungen für die Bankenaufsicht nicht mehr allein im nationalen Kontext zu lösen. Insofern ist es heute kaum noch möglich, bei der Weiterentwicklung des regulatorischen Rahmens und der Sicherungsmechanismen für die Stabilität der Finanzmärkte zwischen internationalen und nationalen Entwicklungen scharf zu trennen. Obgleich sich die Diskussion grundlegender Fragen daher zunehmend auf die internationale Bühne verlagert, müssen wir nationale Besonderheiten im Auge behalten. Für Deutschland bedeutet dies insbesondere, unserem dreigliedrigen Bankensystem Rechnung zu tragen. Zu den deutschen Besonderheiten zählt aber auch der gewerbliche Realkredit, der einen insgesamt beachtlichen „track record“ aufweist und deshalb eine geringere Eigenkapitalunterlegung (50 % Risikogewicht) rechtfertigt. Die Aufgabe, nationalen Besonderheiten ausreichend Gehör zu verschaffen ist, wie Sie alle wissen, nicht immer

ganz einfach, selbst wenn international anerkannt wird, dass sich das deutsche Bankensystem in Zeiten internationaler Finanzkrisen bewährt hat.

1 Der Strukturwandel auf Bank- und Finanzmärkten als Herausforderung für die Bankenaufsicht

Meine Damen und Herren, welchen Herausforderungen muss sich die Bankenaufsicht nun konkret stellen?

Seit geraumer Zeit schon, und nach meinem Eindruck mit zunehmender Beschleunigung, ist das nationale und internationale Bankgeschäft einem tief greifenden Strukturwandel unterworfen, der für die europäischen Bankenmärkte durch die Einführung des Euro noch akzentuiert wird.

Voraussetzung und treibende Kraft vieler Veränderungen ist der technologische Wandel. Herausragendes Beispiel ist hier das Internetbanking als neue, zunehmend Raum greifende, virtuelle Wettbewerbsplattform. Manche Banken treten ihrer Kundschaft nur noch als „virtuelle Dienstleister“ gegenüber. Und selbst für kleinere Banken wird es mit einem Internetauftritt (zusätzlich zum bisherigen physischen Standort) möglich, sich im Wettbewerb sogar gegenüber großen Instituten zu positionieren. Technologischer Fortschritt und die Nutzung des Internet im Besonderen bieten aber nicht nur große Chancen, sondern bergen auch Risiken. Neben strategischen Geschäftsrisiken spielen hier Sicherheitsaspekte eine besondere Rolle.

Die Aufsicht widmet diesen Entwicklungen deshalb große Aufmerksamkeit und sieht sich hier besonderen Herausforderungen gegenüber. Schließlich erlauben es die neuen Medien, standortunabhängig Finanzdienstleistungen anzubieten, wobei es für potenzielle Kunden, Mitbewerber aber auch für die Aufsicht teilweise nicht erkennbar ist, wo der juristische Sitz des Anbieters ist und ob es sich um ein lizenziertes Unternehmen handelt. Eine rein national ausgerichtete Aufsicht des Internetbanking greift hier eindeutig zu kurz. Vielmehr müssen die Aufsichtsbehörden mehr denn je international gut kooperieren. Allerdings meine ich auch, dass gerade hinsichtlich der Verknüpfung der neuen Medien mit Finanzdienstleistungen alle Akteure, seriöse Anbieter ebenso wie die Verbraucherseite, zu verantwortungsvollem Handeln aufgerufen sind.

Einen weiteren Komplex, der der besonderen Aufmerksamkeit der Bankenaufsicht bedarf, stellt die fortschreitende Konsolidierung im Bankgewerbe und die zunehmende Verflechtung in der Finanzbranche dar. Fusionen und Übernahmen finden in allen Bereichen unseres Bankensystems und in allen Größenordnungen statt. Während solche Zusammenschlüsse bei kleineren Banken, gerade im Sparkassen- und Genossenschaftsbereich, oftmals zur Schaffung betriebswirtschaftlich notwendiger Mindestgrößen und zur Stärkung der regionalen Marktpositionierung sinnvoll und seitens der Bankenaufsicht begrüßenswert sind, nehmen die Risiken von Fusionen mit steigender Größe zu. Sie reichen von steigender Komplexität und zunehmender Intransparenz der Geschäfte über eingeschränkte Steuerungsmöglichkeiten durch das Management bis hin zum Scheitern einer geplanten Fusion. Deshalb ist es überaus wichtig,

dass Fusionen sorgfältig vorbereitet und von der Aufsicht von Anfang an begleitet werden, um gerade in der Übergangsphase zu neuen Strukturen Systemrisiken zu vermeiden. Zusätzlich stellt sich für die Aufsicht das Problem, dass mit Großfusionen die Zahl der Institute steigt, die als „too big to fail“ gelten müssen. Hinzu kommt, dass eine zunehmende Anzahl von Zusammenschlüssen grenzüberschreitend stattfindet, was zusätzliche Koordinierungsprobleme für die Aufsicht aufwirft. Daneben können bei intersektoralen Beteiligungen, Übernahmen und Fusionen die neu entstehenden Institute verschiedenen Aufsichtsinstanzen unterstehen. In Deutschland gibt es allerdings bisher kaum Finanzkonglomerate. Auch in Europa ist das vorherrschende Muster, dass die drei Bereiche Bankenaufsicht, Wertpapieraufsicht und Versicherungsaufsicht voneinander getrennt bestehen. Nicht zuletzt deshalb gibt es bislang keine EU-Richtlinie zur Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten. Ob wir in Zukunft stärker in Richtung Allfinanz gehen oder sich die Banken auf Kernbereiche, wie z. B. das Investmentbanking oder das Retailbanking spezialisieren werden, ist aus meiner Sicht offen.

Schließlich bleibt der anhaltende Innovationsprozess bei Finanzprodukten eine fortwährende Herausforderung nicht nur für die im Wettbewerb stehenden Institute. Auch die Aufsicht muss stets ein wachsames Auge auf innovative Produkt- und Verfahrenskreationen haben, um den Entwicklungen nicht hinterher zu hinken und möglichen Formen der Aufsichtsarbitrage, d. h. dem Bemühen der Institute, durch geschickte Konstruktionen z.B. niedrigere Kapitalunterlegungen zu erreichen, angemessen entgegenzuwirken, damit die Finanzmarktstabilität gewährleistet bleibt.

Damit liegen die aktuellen Herausforderungen nicht nur für die Institute selbst, sondern auch für die Bankenaufsicht insbesondere in der rasch fortschreitenden Technologisierung der Finanzgeschäfte, den fortschreitenden Strukturumwälzungen und den Verflechtungen der Märkte sowie der Innovationskraft der Finanzbranche. Die daraus abzuleitenden Entwicklungslinien für die Bankenaufsicht sind, neben den internationalen Bemühungen um die Schaffung weltweiter Mindestvoraussetzungen für stabile Finanzsysteme,

- die Weiterentwicklung der aufsichtlichen Erfassung der bankbetrieblichen Risiken,
- die Anpassung der bankaufsichtlichen Methoden und Praktiken,
- die Verbesserung der Offenlegungspraktiken der Marktteilnehmer und die Vertiefung der Transparenz der Märkte
- sowie in institutioneller Hinsicht eine Intensivierung der Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsinstanzen auf nationaler und internationaler Ebene.

Daneben ist offensichtlich, dass die Aufsicht bei ihrer Arbeit an neuen Konzepten immer darauf bedacht sein muss, national wie international einen Aufsichtsrahmen zu schaffen, der den Wettbewerb auf einem „level playing field“ zulässt.

2 Die Revision der Baseler Eigenkapitalvereinbarung – neue Methoden zur bankbetrieblichen Risikoerfassung

Meine Damen und Herren, mit den zuvor dargestellten Veränderungen der Märkte für Finanzdienstleistungen haben Komplexität und z. T. auch der Risikograd der Bankgeschäfte zugenommen. Folglich bleibt eine adäquate Eigenkapitalausstattung der Institute zur Unterlegung dieser Risiken im Fokus der bankaufsichtlichen Bemühungen um die Stabilität der Finanzsysteme.

Da in den europäisierten und globalisierten Finanzmärkten ein international koordiniertes Vorgehen die Basis für die Schaffung eines „level playing fields“ darstellt, werden die grundlegenden Neukonzeptionen zuvörderst beim Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht diskutiert. Mit der Revision des Baseler Eigenkapitalstandards (Basel II) arbeitet der Ausschuss derzeit an einer grundlegenden Neuregelung für eine risikoadäquate Eigenkapitalunterlegung und ergänzende Maßnahmen zur Verbesserung der Aufsichtsmethodik und zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte gegen Systemgefahren durch größere Marktdisziplin.

2.1 Ziele der Neuregelung angemessener Eigenkapitalausstattung

Die Intention der neuen Eigenkapitalvereinbarung liegt neben der Reaktion auf die Strukturveränderungen an den Finanzmärkten in der grundsätzlichen Weiterentwicklung der bisher gültigen Baseler

Eigenkapitalvereinbarung von 1988 (Basel I). Dabei stehen die Ziele, die Banken zu einer Verbesserung ihres Risikomanagements durch genauere Risikomessung zu veranlassen und das regulatorisch geforderte Kapital an das aus Sicht der Finanzinstitute ökonomisch notwendige Eigenkapital anzunähern, im Mittelpunkt der Überlegungen.

Im Rahmen der Diskussionen hierzu sind folgende Eckpunkte von maßgeblicher Bedeutung:

Die neue Eigenkapitalvereinbarung soll weiterhin

- die Sicherheit und Solidität des Finanzwesens fördern,
- das Eigenkapitalniveau im internationalen Finanzsystem und in den einzelnen Ländern insgesamt erhalten,
- die Wettbewerbsgleichheit („level playing field“) weiter verbessern,
- die Risiken umfassender und differenzierter behandeln
- sowie auf international tätige Banken ausgerichtet sein, gleichwohl aber grundsätzlich auch für die Anwendung auf Banken unterschiedlicher Größe und Komplexität geeignet sein.

Gerade letztere Prämisse ist für das dreigliedrige deutsche Bankensystem mit seiner Vielzahl kleinerer und mittlerer Banken von großer Bedeutung. Denn die Baseler Vereinbarungen werden über entsprechende Anforderungen aus Brüssel in die deutschen bankauf-

sichtlichen Regeln Eingang finden und damit mindestens in ihren wesentlichen Teilen auch für kleinere Institute relevant sein.

2.2 Anpassung der Eigenkapitalnormen

Meine Damen und Herren, die Weiterentwicklung der Mindesteigenkapitalanforderungen als erster Säule des Konsultationspapiers sollen nach den Baseler Vorstellungen weiterhin aus einer Definition des aufsichtsrechtlich anerkennbaren Eigenkapitals, Kennzahlen für die Risikopositionen und Regeln zur Bemessung des für diese Risiken erforderlichen Eigenkapitals bestehen. Während bei der Eigenkapitaldefinition keine Veränderungen vorgenommen werden sollen, sind bei den einzubeziehenden Risiken und deren quantitativer Berücksichtigung erhebliche Änderungen geplant.

2.2.1 Einbeziehung externer und interner Ratings in die Risikogewichtung

Ein wesentlicher Aspekt der Revision des Eigenkapitalstandards ist die stärkere Differenzierung der Bonitätsgewichtung der Risikopositionen. Dabei wurde in den ursprünglichen Überlegungen im Wesentlichen auf die Verwendung von durch bankfremde (externe) Agenturen erstellte Ratings abgestellt, während die Anwendung von bankeigenen (internen) Ratings nur für hoch entwickelte Banken eine Rolle hätten spielen sollen.

Aus deutscher Sicht ist aber gerade die Anerkennung bankinterner Ratingverfahren zur Bonitätsbeurteilung als Basis für die Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung unter Wettbewerbsgesichtspunkten von zentraler Bedeutung. Denn durch die verhältnismäßig geringe Ratingdichte in Europa würden hiesige Kreditinstitute bei einer ausschließlichen oder hauptsächlichen Verwendung externer Ratings benachteiligt. Letztlich würden dadurch von Kreditinstituten auf dem europäischen Bankenmarkt höhere Eigenkapitalunterlegungen gefordert als insbesondere in den USA. Hinzu kämen vermutlich Wettbewerbsverzerrungen innerhalb der deutschen Kreditwirtschaft, wenn die Anforderungen für die Verwendung interner Ratingverfahren so hoch gesetzt würden, dass die Masse der kleineren Institute solche Verfahren kaum anwenden könnte. In der Diskussion hat sich diese Sichtweise inzwischen durchgesetzt, so dass nun auch ein technisch einfacherer interner Rating-Ansatz als Einstiegslösung („foundation approach“) vorbereitet wird. Die Verwendung interner Ratingverfahren sollte damit prinzipiell für alle Kreditinstitute möglich sein. Insgesamt erwarte ich daher, dass auf diese Weise nicht nur Wettbewerbsverzerrungen vermieden werden, sondern darüber hinaus auch eine „flächendeckende“ Verbesserung des Risikomanagements der Institute eintreten wird.

Zudem sollten m. E. die administrativen Belastungen der Institute durch die neuen Regelungen möglichst gering bleiben, um ein Durchschlagen auf die Kreditkosten der Bankkunden zu vermeiden. Im Gegenteil, ich kann mir sogar vorstellen, dass die Kreditkosten da, wo es eine entsprechend gute Bonität rechtfertigt, sogar niedriger ausfallen können. Mit einer breiten Nutzungsmöglichkeit interner

Ratingverfahren wird zudem sichergestellt, dass kleinen und mittelständischen Unternehmen der Zugang zu kostengünstigen Bankkrediten erhalten bleibt und damit auch Wettbewerbsverzerrungen auf der Seite der Bankkunden vermieden werden.

Nach dem derzeitigen Verhandlungsstand in Basel sehe ich die Realisierungschancen einer Anerkennung bankinterner Ratingverfahren durchaus optimistisch, nicht zuletzt, weil sich die europäischen Verhandlungspartner inzwischen geschlossen hinter diese ursprünglich deutsche Forderung stellen. Über die exakten Kriterien für die Verwendung interner Ratingverfahren und deren Ausgestaltung bedarf es allerdings noch weiterer Diskussionen. Kernpunkte sind dabei aus meiner Sicht, dass die verwendeten Risikoklassen über Ausfallwahrscheinlichkeiten definiert werden müssen und die Anzahl der Risikoklassen größer sein sollte, als die bisher für das externe Rating vorgesehenen vier Klassen.

Wichtig erscheint es mir in diesem Zusammenhang auch, die großenmäßige Streuung eines Kreditportfolios beim internen Rating zu berücksichtigen. Unzweifelhaft ist das Gesamtrisiko eines Portfolios, das aus vielen kleineren Krediten besteht geringer als bei einem Portfolio mit einigen wenigen großen Krediten („Klumpenrisiko“). Die konzeptionellen Arbeiten zu diesem Thema, der so genannten „Granularität“, sind zwar noch nicht abgeschlossen. So weit erkennbar, gibt es in Basel keinen Dissens mehr, die großenmäßige Ausgewogenheit eines Portfolios in Basel II begünstigend – oder wenn die Größenstreuung schlecht wäre natürlich auch belastend - zu berücksichtigen.

Selbstverständlich ist, dass die zum Einsatz kommenden internen Ratingverfahren den bankaufsichtlichen Anforderungen entsprechen müssen, um zugelassen zu werden. Darüber hinaus scheint es mir für die Aufsicht sinnvoll, die von den Kreditinstituten eingesetzten Ratingverfahren einem Quervergleich zu unterziehen. Dabei könnte z. B. ein Vergleich der Ratingergebnisse für den selben Kreditnehmer Inkonsistenzen offen legen und der Aufsicht Signale für eine Kontaktaufnahme mit der Bank liefern.

2.2.2 Berücksichtigung der sonstigen Risiken

Meine Damen und Herren, mit der Neukonzeption der Bonitätsgewichtung der Risiken stellt sich für alle Beteiligten auch die Frage, ob es damit insgesamt zu einer Entlastung der Banken bei den Eigenkapitalanforderungen kommen wird. Tatsache ist, dass mit der stärkeren Differenzierung von Kreditrisiken sowie der darüber hinaus vorgesehenen breiteren, eigenkapitalentlastenden Berücksichtigung von Kreditsicherheiten, Garantien und Kreditderivaten für sich betrachtet ein vermutlich deutlicher Rückgang der durchschnittlichen Eigenkapitalunterlegung einher gehen wird. Dieser Entlastungseffekt könnte aber letztlich zu einer Unterdeckung der bisher implizit mit berücksichtigten „Anderen Risiken“ führen. Diese Risikokategorie beinhaltet im Wesentlichen das Zinsänderungsrisiko des Anlagebuches und das operationelle Risiko also z. B. Betriebs-, Reputations- und Rechtsrisiken. Würde die bisher pauschale Erfassung für diese Risiken ersatzlos entfallen, so könnte dies insgesamt zu einer

nicht vertretbaren Absenkung des Eigenkapitals unter das gegenwärtige Niveau führen. Dies wäre angesichts der im Bankgeschäft eher gestiegenen Risiken und der erhöhten Volatilität der Märkte nicht sachgerecht. Insofern ist es nur konsequent, wenn für die „Anderen Risiken“ eine explizite Eigenkapitalunterlegung eingeführt wird, deren Höhe noch festgelegt werden muss.

Was die ausdrückliche Eigenkapitalunterlegung der operationellen Risiken anbelangt, ist es sicher keine leichte Aufgabe, geeignete Anknüpfungspunkte und Verfahren zur Messung dieser Risiken zu finden. Dies erfordert noch eingehende Diskussionen, bei denen es sicher einer Mitwirkung der Kreditinstitute bedarf. Denn zumindest die großen Banken haben sehr wohl eine Vorstellung von den Risiken, die in diesem Bereich virulent werden können, zumal sie diesen Risiken z. T. heute schon intern einen bestimmten Eigenkapitalanteil zuordnen. Und dass diese erheblich sein können wird z. B. angesichts der Gefahren deutlich, die aus einem Ausfall der Datenverarbeitungssysteme für die Liquidität einer Bank erwachsen können. Auch der Flowtex-Fall hat gezeigt, welches Gefahrenpotenzial etwa dem Betrugsrisiko – das dem operationellen zuzurechnen ist - innerwohnt. Bis verlässliche Verfahren der Banken zur quantitativen Erfassung dieser Risiken zur Verfügung stehen, darf es daher nicht zu einer „Eigenkapitallücke“ in diesem Bereich kommen. Grobe, standardisierte Verfahren für Geschäftsfelder, die z. B. operationelle Risiken bergen, sollen definiert und das gesamte „other risk“ soll mit Hilfe von noch zu identifizierenden Risikoindikatoren mit Eigenkapital belegt werden.

Ich möchte aber ausdrücklich betonen, dass mit der expliziten Erfassung von „Anderen Risiken“ nicht ein Plus an Eigenkapitalanforderung angesetzt wird, das die zu erwartenden Eigenkapitalentlastungen beim Kreditrisiko überkompensiert oder den Anreiz der Banken, durch verbesserte Kreditsteuerung Eigenkapital zu ersparen, konterkariert. Im Ergebnis erwarte ich eine risikogerechtere Ermittlung der Eigenkapitalanforderung durch bessere Differenzierung und Erfassung der bankwirtschaftlichen Risikokategorien. Dabei kann ein verbessertes Risikomanagement der Institute letztlich durchaus zu einer Eigenkapitalersparnis beitragen.

2.3 Der „Supervisory Review Process“ als weiterer Schritt zur qualitativen Bankenaufsicht

Meine Damen und Herren, der als zweite Säule im Konsultationspapier enthaltene "Supervisory Review Process" hat nicht weniger zu Diskussionen Anlass gegeben als die Differenzierung der Eigenkapitalunterlegungsverfahren. Zugegeben, der SRP entspricht in seiner Vorgehensweise sicher mehr dem angelsächsischen Konzept der „Vor-Ort-Aufsicht“ als der überwiegend auf Meldungen und Berichten basierenden Aufsicht kontinentaleuropäischer Prägung. Die Aufsicht „on-site“ folgt in einer Bankenwelt der Strukturveränderungen und neuen technologischen Möglichkeiten aber gerade der Notwendigkeit, näher am Geschehen in den Banken, ihren Geschäften und damit ihren Risiken zu sein. Damit werden wir einen weiteren Schritt auf dem Weg zu einer marktnahen, qualitativen Aufsicht gehen, den wir im Übrigen ja längst mit den Vor-Ort-

Prüfungen der Handelsgeschäfte und der internen Risikomodelle im Marktrisikobereich der Banken betreten haben.

Beim SRP geht es in erster Linie um die qualitative Beurteilung der Risikolage einer Bank. Sollte die Aufsicht im Rahmen des "Review-Prozesses" Risikopotenziale erkennen, wird sie qualitative Verbesserungen (z. B. Auflagen im Risikomanagement) anregen und wo nötig auch fordern. Nur als „ultima ratio“, also in den Ausnahmefällen, in denen solche qualitativen Maßnahmen nicht erfolgreich sind oder erhebliche Risiken nicht ausreichend begrenzt werden, kann es zur Festsetzung höherer Kapitalquoten kommen.

Zudem erwarte ich, dass es hinsichtlich der grundlegenden Vorgehens- und Verfahrensweisen bei der Durchführung des SRP zu einer Abstimmung der Aufsichtsinstanzen kommt, um auch hier im Interesse eines „level playing fields“ national wie international Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden.

2.4 Erweiterte Transparenzanforderungen zur Verbesserung der Marktdisziplin

Meine Damen und Herren, risikoadäquate Eigenkapitalregeln, funktionsfähige Risikomanagementsysteme und ein Supervisory Review Process nahe an den Banken sind wichtige Elemente zur Schaffung von Finanzmarktstabilität, sie bedürfen aber der Ergänzung Marktdisziplin, die insbesondere durch bessere Informationen gefördert

wird. Es gilt, den Marktteilnehmern relevante Informationen als Grundlage ihrer Entscheidungen an die Hand zu geben.

Daher hat das Baseler Konsultationspapier das Thema Transparenz als seine dritte Säule erneut in den Vordergrund gerückt. Ziel ist eine verbesserte Information über das Risikoprofil sowie die Kapitalstruktur und -ausstattung der Marktteilnehmer. Dadurch wird die Entscheidungsgrundlage der Handelnden verbessert und die Banken erhalten Anreize, ihre Geschäfte in einer vorsichtigen, soliden und effizienten Weise zu führen. Daher unterstützt ein Mehr an Transparenz grundsätzlich die Bemühungen der Aufsicht um die Sicherheit und Solidität des Finanzsystems.

Ich möchte aber betonen, dass m. E. auch hierbei mit Augenmaß gehandelt werden muss. Wichtig ist nicht, möglichst viele, sondern die relevanten Daten transparent zu machen.

Darüber hinaus sollte man sich bewusst sein, dass Transparenz an den Finanzmärkten eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für dauerhafte Finanzmarktstabilität darstellt. Denn die Erfahrung zeigt, dass selbst auf erkennbare Risiken nicht immer in ausreichendem Maße reagiert wurde.

3 Internationale Kooperation und Koordination als aufsichtliche Antwort auf globalisierte Finanzmärkte

Meine Damen und Herren, neben den methodischen Aspekten der Schaffung stabiler Finanzsysteme stellen sich durch die geänderten Rahmenbedingungen auch Fragen hinsichtlich der künftigen Ausgestaltung der Finanzaufsicht. Durch die stetig fortschreitende Europäisierung und Globalisierung der Finanzmärkte sowie durch Fusionen werden immer mehr „Finanzriesen“ entstehen, die sich staatenübergreifend positionieren und in globalisierten Märkten ihre Geschäftsfelder vereinen.

Für die Sicherung der Systemstabilität sind weltweit verschiedene Institutionen zuständig, angefangen beim IWF, dem künftig eine stärkere Rolle zur Vermeidung von Liquiditätskrisen zufallen wird, bis hin zu den nationalen Aufsichtsinstanzen. Dieser institutionelle Rahmen scheint grundsätzlich ausreichend zu sein, um den Herausforderungen der sich wandelnden Rahmenbedingungen zu begegnen. Allerdings kommt es neben der klaren Aufgabenabgrenzung und der Konzentration auf die jeweiligen Kernfunktionen bestehender Einrichtungen vor allem auf die verstärkte Zusammenarbeit und effiziente Kooperation wichtiger Institutionen an. Hier besteht mit dem Financial Stability Forum bereits eine internationale Plattform, die es ermöglicht, die Koordination und den Informationsfluss zwischen allen maßgeblichen Akteuren im Interesse der Systemstabilität zu verbessern.

Mit dem verstärkten Wandel an den Finanzmärkten ist die Sorge um die Systemstabilität gestiegen. Die Zentralbanken werden damit mehr denn je gefordert. Die amerikanische Notenbank (Fed) ist nicht zuletzt aus diesem Grund im Zusammenhang mit der neuen US-Bankengesetzgebung mit verbesserten Kompetenzen ausgestattet worden. Dieses Beispiel macht deutlich, dass der stärkere Fokus auf Fragen der Systemstabilität generell für eine stärkere Einbindung der Zentralbanken in die Bankenaufsicht spricht, denn die Zentralbanken haben die Marktnähe, nehmen am Zahlungsverkehr teil und überwachen diesen und haben einen umfassenden Einblick in die systemrelevanten Bereiche der Finanzmärkte. Die Aufsicht über die Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute passt in idealer Weise und setzt Synergien zwischen den Bereichen Geldpolitik, Systemstabilität und Mikro-Aufsicht über einzelne Institute frei.

Die Bankenaufsicht ist in vielen europäischen Nachbarländern bei der Zentralbank angesiedelt. Insofern ist klar, dass die Funktion Bankenaufsicht mit der geldpolitischen Aufgabe der Notenbanken im ESZB voll vereinbar ist, zumal die nationalen Zentralbanken ihre geldpolitische Souveränität an die Europäische Zentralbank abgegeben haben. Auch für die Bundesbank gilt: eine Übertragung der Bankenaufsicht auf sie wäre gemeinschaftsrechtlich und nach unserem Grundgesetz ohne weiteres möglich. Allein der politische Wille ist hier entscheidend.

Der politische Entscheidungsprozess darüber, wie die Bankenaufsicht in Deutschland künftig organisiert werden soll, ist – entgegen mancher Pressemeldungen – meines Wissens nach nicht abge-

schlossen. Von Seiten des Bundesverbandes deutscher Banken wird offenbar versucht, politischen Einfluss auf die Entscheidung über die Aufsichtsstruktur zu nehmen. Ich halte diesen Versuch für beachtlich und für nicht unproblematisch. M. E. sind hier auch die Baseler Core Principles tangiert, die weltweit gelten und vorsehen, dass die Bankenaufsicht frei von politischen Einflüssen auch seitens der Finanzindustrie bleiben soll.

Was die europäische Ebene anbelangt wird im Zusammenhang mit der Einführung des Euro derzeit intensiv diskutiert, inwieweit mit der gemeinsamen Währung eine zentrale, supranationale Aufsicht erforderlich ist. Angesichts der Zunahme grenzüberschreitender Tätigkeiten und Fusionen auch im Finanzsektor werden Befürchtungen laut, dass es für die nationalen Aufsichtsinstanzen immer schwieriger wird, die Institute wirksam zu beaufsichtigen.

Diese Befürchtungen sind sicher nicht ganz unberechtigt. Andererseits ist die Bankenaufsicht mit der Internationalisierung des Finanzsystems mitgewachsen. Die Aufsichtsbehörden haben schon frühzeitig – und das gilt ganz besonders auf europäischer Ebene – zahlreiche Formen der Kooperation gefunden und internationale Vereinbarungen getroffen. Diese „Internationalisierungsstrategie“ der Aufsichtsinstanzen trägt den Strukturumbrüchen auf den Finanzmärkten, wie ich meine recht erfolgreich, Rechnung und ist zudem in der Lage, nationale Besonderheiten zu berücksichtigen. Vor allem aber kann m. E. eine solche dezentral strukturierte Bankenaufsicht auf Grund ihrer größeren Markt- und Institutsnähe effizienter arbeiten. Den grenzüberschreitenden Aktivitäten der Finanzakteure wird in

der Praxis durch die bilaterale Zusammenarbeit der jeweiligen Aufsichtsbehörden auf der Grundlage so genannter „Memoranda of Understanding“ sehr wirksam Rechnung getragen. Nicht zuletzt aufgrund dieser funktionierenden Aufsichtsstruktur in Europa weist auch der EU-Vertrag die Verantwortung für die Bankenaufsicht bis auf weiteres den nationalen Stellen zu, in Deutschland derzeit dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen und der Bundesbank. Fragen der Stabilität des europäischen Bankensystems insgesamt werden im Rahmen der internationalen Kooperation durch das Banking Supervision Committee des ESZB behandelt.

Damit lässt sich die Struktur der Bankenaufsicht in Europa auf eine einfache Formel bringen: harmonisierte Regeln in Verbindung mit nationaler Kompetenz plus intensiver bilateraler und multilateraler Kooperation und Koordination. Dabei seien hinsichtlich der intensiven Kooperation beispielsweise die gemeinsamen Analysen der Stabilität des europäischen Finanzsystems und der verstärkte Austausch nationaler finanzmarktrelevanter Informationen genannt. Anzugehen ist in praktischer Hinsicht m. E. auch die Angleichung der bankaufsichtlichen Methoden (z. B. Melde- und Reporting-Anforderungen) der verschiedenen Länder. Des Weiteren halte ich es für wünschenswert, dass im Bereich der Euro-Länder ein personaler Austausch zwischen Aufsichtsstellen initiiert wird, um auch auf diesem Wege weitere Fortschritte mit Blick auf eine harmonisierte Aufsichtspraxis zu erzielen.

Ingesamt wird es m. E. mit Blick auf das Fortschreiten der europäischen Integration zu einer weiteren Anpassung auf dem Gebiet der Bankenaufsicht in Europa kommen.

4 Zukünftige Aufgaben der Bankenaufsicht im europäischen und internationalen Kontext

Meine Damen und Herren, voraussichtlich im ersten Quartal des nächsten Jahres werden wir wissen, wie die von mir angesprochenen Kernbereiche des Baseler Konsultationspapiers ausgestaltet werden, und die nächsten Jahre werden zeigen, wie sich die aktuell diskutierten Entwicklungen der Bankenaufsicht in der bankwirtschaftlichen und aufsichtlichen Praxis niederschlagen werden. Ich bin zuversichtlich, dass wir uns auf einem guten Weg befinden, die aktuellen Herausforderungen erfolgreich zu bewältigen. Aber bei der jetzt schon vorhandenen Dynamik auf den Finanzmärkten werden sich Aufseher wie Banken ständig neuen Entwicklungen gegenüber sehen, auf die es zu reagieren gilt. Daher gestatten Sie mir, noch einen kurzen Blick in die Zukunft zu werfen.

Worauf müssen wir uns aus heutiger Sicht einstellen?

Zunächst glaube ich, dass wir eine weiter zunehmende Vertiefung der Trends haben werden, die wir auch heute schon beobachten können. Die Fusionswelle dürfte noch einige Jahre weiter rollen, wodurch die Anzahl der zu beaufsichtigenden Institute weiter abnehmen wird, die verbleibenden aber dafür komplexer in ihren Akti-

vitäten und ihrem Aufbau sein werden. Gleichzeitig wird sich die Problematik des „too big to fail“ in größerem Maße als heute stellen. Da gerade die „global player“ systemische Risiken in sich bergen, werden diese einer intensiven Aufsicht bedürfen. Mit dem SRP scheint mir in dieser Hinsicht der richtige Weg eingeschlagen zu sein.

Mit der zunehmenden Internationalisierung und Europäisierung der Finanzbranche sehe ich im Fehlen einer über nationale Grenzen hinausgehenden Kreditevidenz ein weiteres Problem, das es zu lösen gilt. Je mehr die grenzüberschreitende Finanzierung zur Regel wird, desto wichtiger wird auch die länderübergreifende Information über die Gesamtkreditnehmerschuldung und dies sowohl aus Sicht der kreditgewährenden Institute als auch bankenaufsichtlich. Eine Arbeitsgruppe des Banking Supervision Committee beschäftigt sich derzeit mit diesem Themenkomplex und in unserem KWG (§ 14 Abs. 4) ist die Möglichkeit eines entsprechenden Informationsaustauschs bereits vorgesehen.

Da mit der genannten Erhöhung der Risiken auf den Finanzmärkten die Fragilität des Bankensystems zweifellos zugenommen hat und weiter zunehmen wird, dürfte sich auch die Gefahr von Liquiditätsengpässen verstärken. Deshalb gilt es, eine Institution wie die Liquiditätskonsortialbank auf nationaler Ebene zu stärken. Angesichts eines fortschreitenden Zusammenwachsens des europäischen Bankenmarktes wird aber auch europaweit die Notwendigkeit entstehen, ganz klar zu machen, dass die Institute nicht mit einem bail-out durch den Staat rechnen können. Sollten im Bedarfsfall kurzfristige

Liquiditätshilfen an gesunde Institute erforderlich sein, sind Lösungen wie die deutsche Liko-Bank, die im Vorhof der Zentralbank angesiedelt sind, angezeigt, um „moral hazard“ zu vermeiden.

Auch der technologische Fortschritt wird eine Dauerthema für Banken und Aufseher bleiben. Der Finanzsektor ist einerseits so stark technologiegetrieben wie nie zuvor, andererseits steigen damit aber auch die Abhängigkeiten von der Technik und nicht zuletzt die Kosten für Investitionen signifikant an. Wie weit sich das klassische Bankgeschäft z. B. auf das Medium Internet verlagern wird, werden wir abwarten müssen. Sicher scheint mir indes, dass diese Technologie wesentlich stärker als bisher zum Einsatz kommt, und dass wir auch eine breitere Anwendung des so genannten „Cyber Money“ sehen werden, wenngleich entsprechende Projekte die Testphase gerade erst verlassen haben. Die Aufsicht wird, abgesehen von der reinen Erlaubniserteilung, auch hierauf zu reagieren haben.

Schließlich rechne ich für die Zukunft zumindest mit der Möglichkeit zunehmend volatiler werdender Finanzmärkte. Uns ist allen die Korrektur an den „neuen Märkten“ bewusst.

Insgesamt erwarte ich den Schwerpunkt der Bankenaufsicht zukünftig zunehmend auf von den Banken selbst festgelegten Verfahren und Maßnahmen zur Messung, Überwachung und Steuerung von Risiken. Die Aufsicht wird verstärkt die Funktionsfähigkeit solcher Verfahren einschätzen und überwachen müssen. Daher wird die Zukunft zeigen, dass die zu erwartenden Entwicklungen im Bankensektor nicht allein durch bankaufsichtliche Regelungen im ord-

nungspolitischen Rahmen zu lösen sind. Alle Betroffenen, Banken-
aufseher wie Marktteilnehmer, müssen sich an dem Entwicklungs-
prozess beteiligen, damit wir auch im neuen Jahrtausend die
Früchte eines stabilen Finanzsystems ernten können.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit !

Embargo:
June 26, 2000, 6.00 p.m. CET

Deutsche Bundesbank

Professor Hermann Remsperger

Member of the Board of
the Deutsche Bundesbank

**The Importance of the European Monetary Union in
Transatlantic Relations**

Paper presented during the 7th Transatlantic Summer Academy on
"Europe facing the 21st century: defining the central issues"

Zentrum für Europäische Integrationsforschung

Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität in Bonn

on June 26, 2000

Ladies and gentlemen, I would like to begin my speech by quoting two of the sharpest critics of EMU. And you may imagine that I do not agree with these critics.

Before the start of the euro, MIT professor Rudi Dornbusch made the following statement:

"So EMU has gone from being an improbable and bad idea to a bad idea that is about to come true ... The struggle to achieve monetary union under the Maastricht formula may be remembered as one of the most useless battles in European history. The costs of getting there are large, the economic benefits minimal, and the prospects for disappointment major."¹

Martin Feldstein, the former chairman of the Council of Economic Advisers, went even further and warned that EMU might increase intra-EU conflicts rather than foster political union. He concluded:

"Although it is impossible to know for certain whether these conflicts would lead to war, it is too real a possibility to ignore in

¹ R. Dornbusch, *Euro Fantasies*, Foreign Affairs 75, September/October 1996, p. 113.

weighing the potential effects of EMU and the European political integration that would follow.²

However, there were not only negative or sceptical views on EMU. One of the most prominent proponents of EMU, Nobel laureate Robert Mundell, describes the benefits of a successful EMU:

"Members of the EMU will get not just a currency on par with the dollar and the right to share in international seigniorage but also greater influence in the running of the international monetary system. The rest of the world will get an alternative asset to the dollar to use in international reserves and a new and stable currency that could be used as the focus for stable exchange rates or currency boards. The U.S. will get a needed relief from the eventually debilitating overuse of the dollar as an international currency, a single-currency continent that vastly simplifies trade and investment, and a strong partner in Europe with an equal stake in constructing an international monetary system suitable for the 21st century."³

² M. Feldstein, *EMU and International Conflict*, Foreign Affairs 76, November/December 1997, p. 62.

³ R. Mundell, *The Case for the Euro - II*, Wall Street Journal, March 25, 1998, p. A22. Cited by C. R. Henning, *U.S.-EU Relations after the Inception of the Monetary Union: Cooperation or Rivalry?*, in: C. R. Henning and P. C. Padoan, *Transatlantic Perspectives on the Euro*, Brookings Institution Press, Washington, 2000, p. 10.

I think Mundell's statement is a very good starting point for my own considerations. In the following, I would like to discuss the advantages and disadvantages of the euro as an international currency and evaluate them on the basis of the empirical evidence available. I will then analyse what implications the broad international use of the euro might have for monetary policy. Finally, I will examine the possible impact of EMU on relations between Europe and the United States.

Given the limited time available, I will certainly be unable to give full coverage to all aspects of the subject matter. However, I will be glad to answer any questions at the end of my talk.

A striking feature of the transatlantic relations between "Europe" and the United States was the dominance of the US dollar in the area of international monetary policy during the second half of the 20th century. This was partly due to the institutional setting. In the post-war monetary system, the US currency was assigned a prominent role as the anchor currency. This – in addition to other factors – fostered the international use of the dollar. However, even after the

end of the Bretton Woods system of fixed exchange rates at the beginning of the seventies, the dollar maintained its position as the most important transaction, investment and reserve currency – and it did so despite its overall depreciation against staple currencies.

With the euro, market players now have an alternative currency which may become a serious competitor to the US dollar. Any currency, especially a new one, will only establish itself internationally – that is to say, outside its own currency area – if it provides its users with specific advantages over other currencies. Those advantages may be in the form of lower transaction costs, greater stability or more opportunity for diversification. There are at least four reasons supporting the argument that the euro could play an important role as an international currency:

- the economic size of the euro area;
- the euro area's close trade and financial ties with countries outside the euro area;
- the favourable changes in the euro area financial markets;
- the institutional arrangements for maintaining price stability in the euro area.

The euro area has about the same economic weight as the United States; both economic areas are well ahead of Japan. The population of the euro area, at around 290 million, is larger than that of the United States (270 million) and Japan (125 million).

It is obvious that the size and capacity of an economic area is of importance to its currency: economies of scale play an important role, especially in the use of money. A large economic area generates a large "natural constituency" for its own currency. If a currency is widely accepted, this normally lowers transaction costs, which, in turn, attracts international customers and leads to a further spread of the currency beyond its domestic area.

The argument of size is important since the euro area is highly integrated into the world economy. The euro area accounts for one-fifth of world trade excluding trade within the euro area. This is more than the corresponding ratios for the United States with 15 % or Japan, which is just under 9 %.

What is more, the end of currency segmentation has led to a dramatic change on the euro area's financial markets. The range of financial products is expanding, and the markets are becoming more liquid. The money market, in particular, is now unified. Concerning the European stock exchanges, mergers are being planned, and greater attention is being paid to the wishes of market participants. All that tends to have a favourable impact on the efficiency of the euro financial markets, although they are still lagging behind the US markets in that respect.

Despite the introduction of a single currency and cooperation among the stock exchanges, the financial markets in the euro area continue to be segmented to a larger extent than those in the United States. In particular, issuing on the bond market is heavily fragmented; in the euro area, there is no issuer comparable to the US Treasury. The existence of different securities settlement systems continues to entail higher costs than in the United States. Finally, purchasing securities across borders in the euro area is still more expensive than buying them in a particular member state.

The size and openness of the economic area as well as the dynamism and efficiency of the financial markets are definitely important factors in determining a currency's international success.

Ultimately, however, the euro will hold its own in competition with other currencies only if it can be kept stable over the long term. The relevant institutional requirements have been met: the ECB is an independent central bank which is primarily committed to the objective of price stability.

The euro's greatest success to date has been as an issue currency on the international financial markets. Between January 1999, the start of EMU, and March 2000, 47 % of the net issuance in international debt securities was denominated in euro, compared with a dollar ratio of 45 %. It seems that the large issuers took advantage of the low euro interest rates in order to raise large amounts of funds in euro. However, it is also apparent that the euro's success in terms of new issues increased its share of all international debt securities outstanding only slightly compared with its predecessor currencies, namely from 25 % at the end of 1997 to 30 % at the end of March 2000. At this reference date, the share of the dollar stood at 47 %.

The euro's share of international banking business is somewhat smaller than on international securities markets, amounting to 28 % in the case of bank assets and 24 % in the case of bank liabilities, compared with a dollar market share of 40 % and 42 %, respectively. Relative to the share that the euro's predecessor currencies had previously, the euro comes off much better in international banking business.⁴

From the perspective of a central bank, it would be especially interesting to know the euro's share of the official foreign exchange reserves. It is precisely as a reserve currency that the dollar has traditionally had the largest lead over all other currencies, with a recent share of more than 60 %. Unfortunately, the corresponding share of the euro cannot currently be quantified reliably, since the underlying data base is decidedly incomplete.

The euro has developed very quickly into an – at least numerically – important international anchor currency. The ECB has recently listed

⁴ For some methodological problems connected with the data, see *International Banking and Financial Market Developments*, BIS Quarterly Review, February 2000, p. 33ff. and June 2000.

some 50 countries in whose currency regime the euro is playing a role. The arrangements stretch from D-Mark or euro-based currency boards (Bosnia-Herzegovina, Bulgaria, Estonia) and mutual agreements as part of ERM II (Denmark, Greece) to rather informal exchange rate links, which are geared to baskets that, in addition to the euro, include other currencies, too.

Two results of my empirical analysis merit particular attention. Firstly, the dollar continues to be the leading international currency in virtually all functions, even though the euro has reduced the gap here and there. Secondly, the role that the euro is playing on the international financial markets is now already clearly more important than that of its predecessor currencies. The weight that the euro area lends to its currency is evidently greater than the simple sum of the 11 participating countries.

The euro's growing importance on the international financial markets contrasts sharply with its exchange rate movements until mid-May. Between January 1999 and its trough in May, the single currency lost around one-quarter of its value against the dollar, and as a weighted average against the currencies of the euro area's 13 most

important trading partners, it did not come off much better either. How can the euro gain market shares on the international financial markets while losing so much of its value?

Taking a look back into the past may be helpful in providing an explanation. The dollar has always been able to maintain its position as the leading world currency despite the ups and downs in the dollar exchange rate. Apparently, the individual currencies' positions on the international financial markets are determined, at least to some extent, by factors other than the exchange rate. In addition, the time horizons underlying decisions on the foreign exchange market and the (long-term) capital market are probably different as a rule.

If you ask me, Ladies and Gentlemen, what my analysis up to now means for the transatlantic relations, I would not deny that the exchange rate between the euro and the US Dollar will always play a central role. However, it is essential to add that the external value of the euro cannot nearly be seen as the sole indicator for the importance of EMU within the transatlantic relationship. I shall return to this point soon again but from rather an American perspective.

Before I continue, please allow me to emphasize that the expanding international use of the euro could have far-reaching consequences for monetary policy. Indeed, there is some evidence to suggest that the capital markets might play an increasing role in the transmission of monetary policy (at the expense of the banking system). This might enhance the efficiency of monetary policy by reducing the time lags in the transmission process, since the capital markets usually respond more quickly to interest rate changes than does the banking system.

The exchange rate channel might likewise lose in importance if other countries, for example future accession countries, pegged their currencies to the euro. This primary effect would be diminished by the fact that the Eurosystem's monetary policy would, in that event, have an immediate impact on the real economy in those countries, which would feed back to the euro area on account of the close trade links. However, in the light of the small weight of the countries which may be willing to peg their currencies to the euro, the overall effect should not be overstated.

Another aspect may prove to be very important. The more the euro gains acceptance internationally, the more difficult it may be in certain circumstances to interpret monetary growth. Transfers of funds from euro area monetary financial institutions to the banking systems of third countries (and vice versa) and – from 2002 – the circulation of euro banknotes outside the euro area might prove to be potential sources of distortions. However, the Bundesbank's past experience suggests that, although such problems may cause uncertainty in the short run and thus make higher demands on the central bank's analysis and communication policy, over the longer term they are controllable by monetary policy makers. Judging from the experience gained from the Bretton Woods system and the EMS, however, this applies in an environment of generally flexible exchange rates only.

Now, let me take the opportunity to talk about some of the American interests that may be affected by EMU - interests which are divided into three categories: political, institutional, and economic.⁵

⁵ See, for example, C. R. Henning (2000), p. 17ff.

Regarding the political aspects, the United States is highly interested in stabilising central and eastern Europe. If EMU paves the way for economic and institutional reforms that will ultimately lead to higher growth in Europe, then EMU is clearly in the political interest of the United States.

With regard to institutional issues, pragmatic solutions have been found for the question of representation, with the result that the ECB represents EMU monetary policy in international bodies. Apart from this, potential changes in the decision-making process in an enlarged European Union have received attention in the US due to the substantial implications they have on European-American relations. The US seems to be interested in institutional arrangements within Europe that lead to greater efficiency in international cooperation.

As regards the economic interests of the United States that might be affected by EMU there are at least four points that ought to be distinguished:

First, some US economists seem to be anxious that EMU in combination with the Stability and Growth Pact might be detrimental to growth in Europe. I think the opposite is true. In addition, structural reform in Europe would stimulate growth in the long run and create positive spill-over effects in other regions, too. The transformation of the euro area into a "New Economy", characterised by more flexibility, higher growth rates and low inflation rates would definitely be much appreciated by our American partners - and not only by them. Whereas some observers expect EMU to increase the necessity for and the feasibility of structural reform, others argue that an intensified competition in a currency union might call for more social protection.

Second, the smooth financing of the American current account deficit seems to be an issue of concern on both sides of the Atlantic. With the euro potentially rivalling the dollar, some economists have been expecting huge shifts in international portfolios which might limit the ability of the US to finance its current account deficit. However, in the light of my remarks about international capital flows, I think that external financing constraints for the United States will

not be too narrow as long as a reasonable economic policy is pursued.

Third, the US is interested in the smooth functioning of the international monetary system. In principle, US authorities prefer flexible exchange rates. In the case of a crisis, however, the US is interested in an efficient decision-making process at international level.

Fourth, systemic stability is an objective with high priority for US policy. The question as to whether the emergence of the euro as an international currency might indirectly contribute to systemic risks has already been raised. In particular, large and rapid shifts out of the dollar have been seen as problematic, whereas gradual changes in market shares are not an issue of concern.

In the run-up to monetary union, there was much speculation about how the launch of the euro would influence volatility on the foreign exchange markets. It was said that the rivalry between a few major international investment currencies might lead to stronger short-term exchange rate fluctuations, since changing market sentiments would

immediately turn out to the advantage of one currency and disadvantage of the other. It was further argued that the euro area's degree of openness in foreign trade would be smaller than that of the individual participating countries prior to their entry into EMU and that the Eurosystem would therefore probably be more inclined to pursue a policy of benign neglect than, for example, the Bundesbank had been in the past. Apart from the fact that some of those theoretical considerations are on shaky ground, the empirical findings argue against them, too. In a larger and more liquid euro capital market, the reallocation of assets does not necessarily lead to increased exchange rate fluctuations, and a generally increased exchange rate volatility has not been observed so far either. On the contrary, measured in terms of the standard deviation of daily percentage changes, the average volatility of the euro's rate against the US-dollar between January 1999 and May 2000 was actually somewhat lower than the volatility of the D-Mark against the US-Dollar between 1991 and 1998.

In concluding, I would like to emphasize that although the interests of Europeans and Americans may differ here and there, I do not see any fundamental differences, at least not in the economic fields that

I have just discussed: smooth balance of payments financing, higher growth rates in Europe, stability of the financial system and flexible exchange rates between the major currencies. I think most Europeans would subscribe to these objectives as well.

However, EMU will not automatically help to achieve these objectives. Consequently, major challenges for European and American policy makers still exist, some of which could be dealt with by competing for better policies. Others, such as maintaining the stability of the global financial system, argue in favour of closer cooperation. At many levels – for example, the IMF, the Financial Stability Forum, the BIS – such cooperation actually takes place without being ultimately hampered by the complex political structures in Europe.

Competition and cooperation will presumably remain the salient features of transatlantic relations in the foreseeable future. Interpreted as the struggle for the best solutions and by assuming joint responsibility, these two guiding principles - competition and cooperation - might complement each other almost ideally.