

Embargo:
July 6, 2000, 7.00 p.m. MEZ

Deutsche Bundesbank

Dr. Jürgen Stark
Deputy Governor
Deutsche Bundesbank

Future Trends in Central Banking

Dinner Speech at the Conference
“The next 25 years in African Economic Development”
Bank of Botswana
Thursday, July 6, 2000

Your excellencies, ladies and gentlemen,

It gives me great pleasure to convey the congratulations of the President and the entire Deutsche Bundesbank on the 25th anniversary of the founding of the Bank of Botswana. I am aware that the Bank of Botswana, with its stability-oriented monetary policy - the conditions for which were improved still further in 1997 following the modernisation of the Bank of Botswana Act - has for years been making a substantial contribution to the much above-average performance of the Botswanan economy in Africa, even if a number of structural adjustments still need to be made. With its responsible budgetary policy and well-developed democratic system, Botswana is widely rated a model for Africa.

"Who does not know the past, will not come to terms with the future"¹, said Golo Mann, a well known German historian and publicist, some years ago. That statement is also true of the future of central banking. Let me therefore start with a brief look back at the recent history of central banking as a starting point for highlighting some aspects of the challenges that will face us in future.

In the middle of the 20th century, after the end of the Second World War, Germany – perhaps more than any other country – was searching for a new economic policy paradigm that would mark out a course for the future. At that time, a decision was made (at least in the western part of Germany) in favour of implementing **free market principles**. That decision – as the *Wirtschaftswunder*, Germany's much-cited "economic miracle" showed – was to produce notably successful results.

Apart from those fundamental policy decisions that set the future course for a market economy, however, that notable success was also due to an unqualified **commitment of monetary policy to the**

¹ „Wer die Vergangenheit nicht kennt, wird die Zukunft nicht in den Griff bekommen.“

objective of price stability. Following the devastating experience of war inflation, and after the subsequent currency reform, the parliament of the young Federal Republic of Germany made that price-stability objective the primary task of the newly established central bank. This decision was anything but a matter of course at a time when Keynesianism was shaping economic policy thinking not only in most other industrial countries but also in the Federal Republic of Germany itself. The Federal Republic's monetary approach and the perception of the Bundesbank's role and task acting together with those who bear political responsibility were – as we are now aware – far ahead of their time.

That is true not only in terms of the primary commitment to the objective of price stability but also with regard to the instruments and the regulatory framework in which the central bank acted. The central banks and governments in most industrial countries were placing their trust in the administrative management of monetary and financial activity by attempting to influence financial flows – domestically, by means of selective credit controls and interest-rate regulations and, externally, by imposing capital controls. In the Federal Republic of Germany, by contrast, the opening-up of

borders for capital movements and the liberalisation of interest rates began at an early stage. At that time, the foundations were laid for the D-Mark's subsequent reputation and attractiveness, which was to make the young German currency the second most important international investment and reserve currency next to the US dollar – something which happened more quickly than seemed desirable in the light of financial markets which were then still "underdeveloped" in some respects.

How much ideas about an efficient monetary policy varied within the group of industrial countries during the post-war period became very clear in the seventies. Economic policy thinking at the time was that a given level of output – and thus full employment – could be achieved at any time if only the right mix of monetary and fiscal policies were to be deployed. Inflation was understood more as a "lubricant" of dynamic economic growth and not as an undesirable development which, in the longer run, results in severe losses of growth and welfare. It took until the end of the seventies before there was a broad acceptance of the bitter finding that unemployment cannot simply be combated by higher inflation. The markets quickly saw through the fact that monetary policymakers

were playing with the money illusion of the market participants - on which the Keynesian approach relied.

In effect, monetary policy in many countries at the end of the seventies was faced with the "wreckage" of high inflation and high unemployment as well as growing losses of credibility. In many cases, the Keynesian experiment was bought at a high price.

In the light of those realisations, there was a fundamental **paradigm change in monetary policy** in the later seventies and early eighties in favour of an approach unambiguously geared to price stability. At the same time, the set of monetary policy instruments was brought more closely into line with market conditions, and interest rates in the financial markets as well as cross-border capital transactions were liberalised. This sea change in monetary policy was accompanied by a general reorientation of economic policy which compelled the government to concentrate on its primary functions, thus creating greater scope for the development of market forces. This reorientation of monetary policy has not been without success. During the past twenty years, inflation has been reduced to a much more acceptable level in the industrial countries, thus making it

possible to speak at least virtually of price stability in the majority of countries.

Over the past few decades there has arisen an international consensus about monetary policy that is geared to price stability. The evident success of such a policy in the nineties paved the way for a single monetary policy in Europe. As a result, with the start of **European monetary union** at the beginning of 1999 the conditions for tension-free broad-based growth have improved.

The experience of German monetary policy and that of other central banks has taught us that, besides the unambiguous commitment to the objective of price stability, the independence of the monetary policy decision-makers is a basic precondition for that success. Independence means, first of all, that the central bank is independent of the government in formal terms with regard to the deployment of its monetary policy instruments. The Maastricht Treaty provides the European System of Central Banks with an even greater degree of independence, in fact, than was stipulated earlier by the legislators of the Bundesbank Act. The central bank's formal independence of the government has to be accompanied by

material independence which ensures that the monetary policy decision-makers can take their decisions in isolation from the interests of the government. For that reason, the agreements on European monetary union provide for terms of office for the ECB's management that are of adequate length and rule out premature dismissal. Furthermore, the independence of monetary policy in Europe is protected by the Maastricht Treaty prohibiting the ECB from financing budgetary deficits and by the fact that the exchange-rate arrangements of the governments are clearly subordinated to the primary objective of price stability.

After roughly 18 months, in which responsibility for monetary policy has resided with the European Central Bank, it is undoubtedly still too early for an overall assessment. However, the fact that the changeover to the euro took place so smoothly can already be put down as a success. Moreover, the interest-rate decisions of the ECB Governing Council since last autumn have demonstrated the promptness and determination with which the ECB is countering signs of inflationary tensions. We may be confident that the central banks participating in EMU and the ECB constitute a reliable bulwark against inflation. In saying that, we have to guard against

misconceptions. The danger of inflation is not dead simply because the current statistics are showing comparatively stable prices for most of the industrial countries. The fight against inflation will not have been won until inflation has disappeared once and for all from the range of attractive policy options. The struggle to create a stable environment remains the prime task of the central banks.

Does that mean "business as usual"? No, that is certainly not how I see the **future of central banking**. The increasing globalisation of the markets and the resulting structural changes mean that the central banks are facing challenges on a scale that cannot easily be grasped at present. It is possible that we shall be forced to recognise that the move in monetary policy towards instruments that are more in line with the market – which was, in principle, very much welcome – may cause difficulties that we cannot yet properly assess in an environment in which market conditions have changed. What will be the implications, for example, if the traditional funding of enterprises by credit institutions is increasingly replaced by funding through other financial intermediaries and from other sources, such as insurance enterprises and securities issues, which are not subject to direct monetary policy control? And what will be the

implication for monetary policy if the term "money stock" simply slips out of our grasp because no one is able to say any longer with any certainty what money is or what it is not? Just think of the possibilities of the Internet and the increasing use of electronic money. What repercussions will this have on the transmission channels of monetary policy and, by extension, on the effectiveness of monetary policy?

Above all, the **fiercer competition in the financial markets** and the increasing blurring of boundaries between money and other financial assets, and between banks and non-banks will reduce individual institutions' scope to set their own interest rates. In other words, in future it will be more difficult for the banks to pass on the central bank's interest-rate moves to their customers with a time lag or only to a limited extent. This is likely to result in monetary policy stimuli being transmitted more quickly via the interest-rate channel, which is fundamentally welcome from the point of view of the central bank. Nevertheless, this will bring about changes to the established mechanisms of the transmission process, which might – at least for a time – give rise to certain problems of interpretation for monetary policy. Furthermore, the increasing securitisation of assets means

that greater attention will have to be given to the impact of central bank policy on the capital market rate and its implication for the real sector.

But we shall probably have to adjust to the fact that the **increasing growth and use of the Internet** is opening up new possibilities in the financial sector which are not without risk from the point of view of the central banks. The growing use of e-money in payments may, at times, lead to some problems of data interpretation. As long as flows of e-money are dominated by domestic banks, however, this will not result in any lasting impairment of monetary policy, since we possess the instrument of – by all means, remunerable – minimum reserves. At all events, the existence of minimum reserves ensures that broader monetary aggregates remain closely related to the provision of central bank money. Consequently, it will be important to create the statutory framework for making all enterprises wishing to issue e-money subject to banking supervision and minimum reserve requirements.

The situation would be somewhat different if, say, residents were to use money supplied by a non-resident issuer for domestic

transactions on a significant scale. This might loosen the relationship between the national money stock and the domestic transaction volume and cause the money stock indicators to lose some of their informative value. On the other hand, the processing of payments abroad harbours new risks for the market players - risks that make a sharp growth in such arrangements appear, if anything, unlikely on account of differences in the legal frameworks for the guaranteeing of deposits, for example. Thus, it can hardly be assumed that the emerging changes will descend on us abruptly without us being able to respond. The volume of e-money issued is, at all events, still very small at present.²

In summary I would like to reiterate three points:

1. There is now a worldwide consensus that monetary policy – as independent as possible of political influence – should be committed primarily to the objective of price stability. The experience of the industrial countries in the sixties and seventies, at least, showed that an inflationary policy only harms the

² In April, electronic money accounted for no more than 0.05 % of the currency in circulation in Germany and such shares are, if anything, likely to be even smaller for the other countries of the euro area.

development of the economy. Or to put it another way: price stability is the best precondition for sustained growth.

2. The benefits of the paradigm change that took place in the late seventies and the early eighties are now becoming apparent. Inflation has been largely brought under control and, in most industrial countries, it is more or less already possible to speak of price stability. That does not mean, of course, that we central bankers have to fear that we shall soon become superfluous. Price stability is a good that has to be earned every day anew – vigilance is therefore still the prime necessity for monetary policymakers.
3. But in another respect, too, there is no cause for us to be complacent or satisfied with ourselves and take a back seat. New challenges are on the horizon. I see no occasion for pessimism, however, when faced with the advancing globalisation of the financial markets and intensifying competition in the financial sector: they may call for flexible adjustments and changes but are not a fundamental impediment to an effective monetary policy. Established economic relationships may change or become looser, but this will not prevent monetary policymakers from being

effective in performing their task of ensuring the internal stability of their own currency in the future as well.



Sendesperrfrist:
10. Juli 2000, 19:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Prof. Dr. Hermann Remsperger

Mitglied des Direktoriums

der Deutschen Bundesbank

Aktuelle Probleme der Geld- und Währungspolitik

Vortrag beim Marketing-Club

in Leipzig

am Montag, dem 10. Juli 2000

Aktuelle Probleme der Geld- und Währungspolitik*

Meine Damen und Herren,

ich möchte heute drei Themen streifen, die mir aus der Sicht eines Notenbankers derzeit besonders wichtig erscheinen. Mein Streiflicht fällt erstens auf die Vermögenspreise, zweitens auf den Strukturwandel im Finanzsystem und drittens schließlich auf das, was vage als „Neue Ökonomie“ bezeichnet wird.

Alle diese Themen berühren die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) – insbesondere deren Zwei-Säulen Strategie.¹ Mit ihr ist die EZB meines Erachtens gut gerüstet, um die Herausforderungen zu meistern, die sich aus den rasch veränderten monetären Rahmenbedingungen ergeben. Während der EZB vorgeworfen wird, sie eile beliebig und unsicher zwischen beiden Säulen hin und her, in dem sie einmal eher auf die Geldmenge und dann wieder mehr auf den allgemeinen Preisausblick achte, meine ich, dass es gerade unter Unsicherheit Sinn macht, beide Säulen aufrechtzuerhalten und dabei mit der Geldmenge eine Größe hervorzuheben, die sie trotz aller widrigen Störeinflüsse besser beeinflussen kann als die realwirtschaftlichen Faktoren, die in der zweiten Säule stecken.

* Ich danke Herrn Andreas Worms für die tatkräftige Unterstützung bei der Arbeit an diesem Referat.

¹ Siehe Europäische Zentralbank (1999): *Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems*; in: Monatsbericht der EZB, Januar 1999, S. 43-56.

Mit Preisstabilität als geldpolitischem Ziel der EZB stehen die beiden Säulen auch auf einem festen Fundament. Und all dies ist durch ein durchaus solides Dach abgedeckt. Damit meine ich die Kommunikationspolitik der EZB. Viele Kritiker meinen, hier würde es ständig reinregnen. Ich sehe das aber anders. Das Dach ist besser als sein Ruf und zugleich weitgehend transparent.

Wenn ich nunmehr in der gebotenen Kürze auf die drei genannten Themen eingehe, wird sich freilich schnell zeigen, dass es dabei nicht nur um die Stabilität der Preise, sondern auch um die Stabilität des Finanzsystems geht. Jetzt aber genug der Vorrede. Zum ersten Thema:

1. Vermögenspreise

Kaum ein Thema prägte die Berichterstattung über die Europäische Geldpolitik der letzten Monate so sehr wie die starke Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Obwohl die EZB kein Wechselkursziel hat, wurde sie während der Euroschwäche wiederholt zur Stabilisierung des Euro-Kurses aufgefordert. Dabei ist aber zu bedenken, dass die Bestimmung des fundamental angemessenen Wechselkurses außerordentlich schwierig ist. Vor einem prinzipiell möglichen geldpolitischen Eingriff steht somit ein gravierendes Diagnoseproblem.

Dennoch lässt die EZB die Entwicklung des Euro-Außenwerts nicht außer Acht. Er spielt in ihrem monetären Konzept indirekt sogar eine wichtige Rolle, weil er zu jenen Indikatoren gehört, auf die sie ihre Beurteilung der Preisaussichten im Rahmen der zweiten Säule ihrer

geldpolitischen Strategie stützt. Entsprechend entsteht geldpolitischer Handlungsbedarf, wenn die Wechselkursentwicklung das interne Stabilitätsziel gefährdet.

Ebenso wie bei den Wechselkursen hängt auch die Bedeutung der Vermögenspreise für die Geldpolitik primär vom Zusammenhang zwischen den Preisen auf den Aktien- und Immobilienmärkten auf der einen Seite und dem übergeordneten Ziel der Preisstabilität auf der anderen Seite ab. Einige Experten gehen aber noch einen Schritt weiter. Sie möchten, dass sich das Preisstabilitätsziel unmittelbar auch auf die Vermögenspreise erstreckt, dass also ein implizites oder gar explizites Vermögenspreisziel formuliert wird.

Dies würde bedeuten, dass hohe Steigerungsraten der Vermögenspreise per se als unerwünscht angesehen würden und die Zentralbank entsprechende geldpolitische Maßnahmen ergreifen müsste. Da Vermögenspreise aber im wesentlichen von nicht direkt beobachtbaren Faktoren getrieben werden (wie beispielsweise Ertragserwartungen und Risikoprämien), erweist sich die Bestimmung ihrer adäquaten Höhe als ausgesprochen schwierig. Aus diesem Grund ist es einer Zentralbank auch kaum möglich, ein adäquates „Vermögenspreisziel“ zu ermitteln. Hätte sie aber ein solches, müsste die Notenbank zur Einhaltung des Vermögenspreisziels in der Lage sein, jene Erwartungen zu steuern, die zum Beispiel für die Entwicklung der Aktienkurse entscheidend sind. Da sich aber zumindest ein Teil der relevanten Fundamentalfaktoren außerhalb des „Herrschungsbereichs“ der Notenbank befindet, wird ihr das dauerhaft nicht möglich sein. Darüber hinaus geriete sie in die Gefahr, ihre Geldpolitik an den Erwartungen

ausrichten zu müssen. Dies könnte ihren Handlungsspielraum für die Erreichung des „eigentlichen“ Preisstabilitätsziels einschränken.

All das zeigt, dass es für das Eurosystem nicht sinnvoll sein kann, Vermögenspreise als Teil des geldpolitischen Ziels oder gar als eigenständige Zielgröße zu verwenden. Wie auch bei den Wechselkursen sollte die Geldpolitik jedoch dann aktiv werden, wenn die Entwicklung der Vermögenspreise die Erreichung des „eigentlichen“ Preisstabilitätsziels gefährdet. Beispielsweise kann ein starker Kursanstieg auf dem Aktienmarkt zu einer Erhöhung der Konsumausgaben führen. Das wirkt tendenziell (güter-)preissteigernd, wenn diese Entwicklung nicht von einer entsprechenden angebotsseitigen Ausweitung gedeckt wird. Ein solcher Zusammenhang zwischen Vermögenspreisen und Inflation lässt sich in der zweiten Säule – also in der Abschätzung der künftigen Preisentwicklung – berücksichtigen. Hinzu kommt, dass die Vermögenswerte als Indikator für die Inflationserwartungen dienen können und so einen wertvollen Informationsgehalt für die Geldpolitik besitzen. Außerdem sei ergänzend hinzugefügt, dass die Vermögenspreise auch im Wirkungsprozess der Geldpolitik eine wichtige Rolle spielen. Sie beeinflussen beispielsweise über die Bewertung von Kreditsicherheiten die Bonität von Kreditnehmern. Und das wiederum tangiert das Kreditvergabeverhalten der Banken.

Nach meiner Auffassung wäre es nicht richtig, die Entwicklung der Vermögenspreise ausschließlich mit der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie zu verknüpfen, wo ihr Informationswert in die Prognose der künftigen Entwicklung der Güter- und Dienstleistungspreise eingeht. Auch die erste Säule ist angesprochen. Hier

liefert die Geldmenge nämlich möglicherweise Indikationen für die Entwicklung der Vermögenspreise. Sie gilt als ein Indikator für „spekulative Blasen“, da diese oft durch eine verstärkte Kreditexpansion finanziert werden, die sich wiederum in einem entsprechend höheren Geldmengenwachstum widerspiegelt.² Über die Bedeutung einer knappen Geldmenge für die „Blasen-Prävention“ und damit für das Ziel der Stabilität des Finanzsystems sollte verstärkt nachgedacht werden.

2. Strukturwandel im Finanzsystem

Durch den Euro hat sich der Wettbewerb der Banken untereinander und zwischen Banken einerseits und anderen Finanzmarktteilnehmern andererseits weiter verschärft. Auch durch das Internet ist der Konkurrenzdruck in vielen Geschäftsfeldern stark gestiegen, die Transparenz auf den Märkten hat sich erhöht und die Mobilität der Kunden zugenommen.

Diese Entwicklung ist aber sozusagen nur die Spitze des Eisbergs. Änderungen im Einlagengeschäft der Banken zum Beispiel hat es schon lange vor der Geburt des Euro gegeben. So hat sich das Verhältnis der Einlagen in- und ausländischer Nichtbanken zu den von Banken begebenen Schuldverschreibungen in Deutschland von 1990 bis April 2000 fast halbiert: Die Einlagen sind in diesem Zeitraum um 19 % gesunken, während die Bankschuldverschreibungen um 44 % gestiegen sind.

² Vgl. Borio, C.E.V./Kennedy, N./Prowse, S.D.: *Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries*; BIS Economic Paper No. 40, April 1994.

Im Ergebnis haben die Zunahme der an den Banken vorbeigehenden Geldanlagen und die Verbriefung auf der Passivseite der Kreditinstitute bewirkt, dass die inländischen nicht-finanziellen Sektoren in Deutschland 1998 nur noch rund 35 % ihres gesamten Geldvermögens als Bankeinlagen hielten. 1970 hatte dieser Anteil noch gut 50 % betragen. Eine Folge dieser Entwicklung war, dass dann auch Bankeinlagen nach und nach marktnäher verzinst wurden. Dies hat für sich genommen die Steuerung der Geldmenge erschwert. Gleichzeitig ist aber auch zu bedenken, dass die wachsende Bedeutung des Kapitalmarkts zu einem schnelleren Durchwirken geldpolitischer Maßnahmen auf das längerfristige Zinsniveau geführt haben dürfte.

Gravierende Änderungen im Finanzsystem hat es in den letzten Jahren auch im Zahlungsverkehr gegeben und es kann nicht ausgeschlossen werden, dass es zu weiteren Umwälzungen kommt. Insbesondere die zunehmende Bedeutung des Internets könnte zur Folge haben, dass vermehrt rechnergestütztes Geld – „Netzgeld“ – eingesetzt wird.³ Weiterhin ist denkbar, dass die Nutzung vorausbezahilter Mehrzweck-Karten – also Karten, die nicht nur vom Emittenten, sondern auch von anderen Wirtschaftssubjekten akzeptiert werden – zunimmt. Beide Formen neuer Zahlungsmittel werden unter dem Begriff „elektronisches Geld“ bzw. „E-Geld“ zusammengefasst. Zwar ist seine quantitative Bedeutung im Euro-Raum bis jetzt noch sehr gering, es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass es in Zukunft stärker genutzt wird.

³ Siehe hierzu Kabelac, Gabriele: *Netzgeld als Transaktionsmedium*; Diskussionspapier 5/99, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Oktober 1999.

Bei den Internet-Käufen erfolgt die Bezahlung momentan vor allem über Kreditkarten. Daher wird vermutet, dass der Einsatz von Netzbargeld primär zunächst diese Zahlungsart tangieren wird.⁴ Dies ist für die Abgrenzung der Geldmenge relativ unproblematisch. Dagegen ist jedoch besonders darauf zu achten, ob die Verwendung von E-Geld zu einer Ökonomisierung der Kassenhaltung führt. So ist mit den neuen Zahlungsformen nicht auszuschließen, dass zur Abwicklung eines gegebenen Transaktionsvolumens eine verringerte Geldmenge benötigt wird. Solange diese Entwicklung jedoch ohne erratische Schwankungen und große Sprünge verläuft, wird das elektronische Geld die erste Säule der EZB-Strategie für sich genommen auf absehbare Zeit nicht zum Wackeln bringen.

Insgesamt dürfte die Interpretation der Geldmengenentwicklung jedoch schwieriger werden. Darüber hinaus muss man berücksichtigen, dass der Einsatz elektronischen Geldes die Geldmarktsteuerung berührt, wenn weniger Bargeld als zuvor benötigt wird. Da Bargeld eine bedeutende Komponente der Nachfrage nach Zentralbankgeld darstellt, also derjenigen Geldform, die nur von der Zentralbank geschaffen werden kann, verringert sich auf diese Weise die Hebelkraft der Zentralbank auf die Wirtschaftsentwicklung. Allerdings kann sie einer solchen Entwicklung entgegentreten. So besteht beispielsweise die Möglichkeit, die als E-Geld umlaufenden Beträge mit einer Mindestreserve für den Emittenten zu belegen. Mit jeder Schaffung

⁴ Siehe Issing, Otmar: *New Technologies in Payments – A Challenge to Monetary Policy*, Lecture delivered at the Center for Financial Studies, Frankfurt am Main, 28 June 2000.

von E-Geld entsteht dann direkt auch eine Nachfrage nach Zentralbankgeld.

Ökonomisch gesehen sollte elektronisches Geld ähnlich wie (Sicht-)Depositen behandelt werden. Es ist daher zu begrüßen, dass alle E-Geld-Institute durch die im Rahmen der EU-Rechtsetzung zum elektronischen Geld verabschiedeten Änderung der 1. Bankrechtskoordinierungsrichtlinie zu Kreditinstituten werden. Dies gewährleistet, dass sie einer staatlichen Aufsicht unterliegen und zudem von der EZB der Mindestreservepflicht unterworfen werden können. Darüber hinaus werden sie dazu verpflichtet, elektronisches Geld jederzeit eins-zu-eins in diejenige Währung einzutauschen, mit der das elektronische Geld zunächst bezahlt wurde. Hiermit wurde schon mehrfach geäußerten Forderungen der EZB entsprochen.

3. „Neue Ökonomie“

Ein beschleunigter Strukturwandel ist nicht nur im Finanzsystem, sondern auch in der Realwirtschaft zu beobachten. Insbesondere für die USA wird vermutet, dass man dort in eine „New Economy“ eingetreten ist, die durch kräftige Produktivitätssteigerungen – vor allem im Informations- und Kommunikationstechnologiebereich – und ein starkes, weitgehend inflationsfreies Wachstum bei geringer Arbeitslosigkeit charakterisiert ist.

Sicher werden sich die Experten noch lange darüber streiten, ob vielleicht auch für das Euro-Gebiet Aspekte einer „Neue Ökonomie“ zu diagnostizieren sind. Mit aller Vorsicht habe ich einmal – und das

möchte ich heute wiederholen – von Spurenelementen gesprochen, die für das reale Wachstum und zugleich für die Preisstabilität vorteilhaft sind.⁵ Hieraus ergibt sich die mit Samthandschuhen anzupackende Frage nach eventuellen Konsequenzen für die Geldpolitik. Nicht zuletzt wegen des fundamentalen Diagnoseproblems hängen die Antworten davon ab, ob man sich auf die möglicherweise erst in ferner Zukunft zu erreichende neue Ära selbst oder auf den Weg dorthin bezieht.

Ganz allgemein ist zunächst festzuhalten, dass eine wirklich dauerhaft höhere Produktivitätsrate in der „Neuen Ökonomie“ langfristig auch einen höheren (längerfristigen) Realzins erfordern würde. Grundsätzlich und auf sehr lange Sicht betrachtet bedeutet dies zugleich, dass auch der adäquate Geldmarktsatz im neuen Gleichgewicht höher sein muss.

In den vielen Jahren des Übergangs zu einer „Neuen Ökonomie“ dagegen ist das geldpolitisch adäquate Kurzfristzinsniveau nicht eindeutig bestimmt: Es hängt davon ab, ob im Erneuerungsprozess der Wirtschaft Angebots- oder Nachfrageeffekte dominieren. So wird das Investitionsvolumen beim Übergang zu einer sich erneuernden Wirtschaft wegen der höheren Gewinnaussichten wahrscheinlich zunehmen. Wegen eines Anstiegs des permanenten Einkommens und nicht zuletzt aufgrund von Vermögenspreiseffekten dürfte die Nachfrage nach Konsumgütern ebenfalls steigen. Wenn größere Teile dieses Nachfrageanstiegs nicht auf bereits realisierten Produktivitätseffekten basieren, sondern lediglich auf erwarteten, ist

⁵ Siehe z.B. Remsperger, Hermann: *Is there a New Economy in Germany?* in: Auszüge aus Presseartikeln Nr. 14, S. 14-18, Deutsche Bundesbank, 20. März 2000.

es möglich, dass die Nachfrageeffekte eines Übergangs zur „Neuen Ökonomie“ die Angebotseffekte phasenweise überlagern, was tendenziell preissteigernd wirken dürfte. Andererseits ist es aber ebenso denkbar, dass die Angebots- die Nachfrageeffekte zeitweise dominieren, so dass prinzipiell auch preisdämpfende Wirkungen eintreten können. Insgesamt bleiben also die Preisniveauwirkungen beim Übergang zur „Neuen Ökonomie“ a-priori unbestimmt. Sicher ist nur, dass die Unsicherheit zunehmen wird.

Dies gilt auch für die Zinsentwicklung. Während das reale Zinsniveau wegen der höheren realen Ertragsrate in der „Neuen Ökonomie“ langfristig höher liegen muss, können sich in der Übergangsphase entgegengesetzt wirkende Effekte überlagern. So zeigt das Beispiel der USA, dass eine „Neue Ökonomie“ mit einer erheblichen Reduktion der Staatsschuld verbunden sein kann, was für sich genommen zinssenkend wirkt. Möglicherweise steht dem aber eine vorübergehend geringere private Sparaktivität und eine höhere private Nachfrage nach Finanzierungsmitteln gegenüber, die beide tendenziell zinssteigernd wirken.

Hinsichtlich der ersten Säule der geldpolitischen Strategie würde eine langfristig zunehmende Steigerung der Produktivitätsrate für sich genommen zu einem entsprechend höheren Referenzwert für das Geldmengenwachstum führen. Wohl gemerkt: Dies setzt voraus, dass man sich in der Diagnose sehr sicher ist. Andernfalls besteht die Gefahr, dass der Referenzwert vom realen Sektor „abhebt“. Die erste Säule wäre auch betroffen, wenn sich die Beziehungen zwischen dem aggregierten Einkommen und dem Bankkreditwachstum verändern würden, weil die Mittelaufnahme in

der „Neuen Finanz-Ökonomie“ stärker als zuvor unmittelbar über die Anleihe- und Aktienmärkte erfolgt. Geldmengenbewegungen wären dann schwieriger zu interpretieren.

Auch die Analyse der Preisperspektiven im Rahmen der zweiten Säule würde noch komplexer: So ist die „Neue Ökonomie“ ja gerade dadurch gekennzeichnet, dass die „alten Verhältnisse“ zwischen Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Preisentwicklung nicht mehr einfach fortgeschrieben werden können. Wahrscheinlich würde sich auch die Aussagekraft traditioneller Indikatoren vermindern, so dass weitere oder alternative Indikatorgrößen – insbesondere aus dem Dienstleistungs- und Technologiebereich – heranzuziehen wären. Die damit verbundenen Messprobleme werden letztlich auch zu größeren Prognoseproblemen führen. Nun wäre es aber wirklich paradox, wollte man die Zwei-Säulen-Strategie zum Sündenbock für all diese Probleme machen. Sie existieren auch bei anderen Strategien. Und selbst dort, wo man strategiefrei und deswegen offenbar kritikfreier agiert, werden die Notenbanker im Alltag doch von den gleichen Problemen geplagt.

4. Schlussbetrachtung

Wenn es uns gelingt, meine Damen und Herren, die Probleme aufzuzeigen, mit denen wohl jedes geldpolitische Konzept im Euro-Raum konfrontiert wäre, weil sich das finanzielle und reale Umfeld für die unter Unsicherheit handelnde Notenbank so rasch ändert, dann dürfte es auch leichter fallen, die Zwei-Säulen-Strategie zu kommunizieren. Die Euro-Geldpolitik wird sowohl von der

Geldmenge, die uns etwas über die langfristige Preisentwicklung sagt, als auch von der Einschätzung der kürzerfristigen Inflationsperspektiven bestimmt. In den beiden Säulen der EZB-Strategie spiegeln sich zwei unterschiedliche, aber dennoch komplementäre Sichtweisen wider, nämlich dass Inflation erstens ein monetäres Phänomen darstellt – also eine dauerhaft höhere Inflationsrate letztlich nicht ohne ein entsprechendes Geldmengenwachstum möglich ist –, und dass es zweitens weitere, nicht-monetäre Größen gibt, die wertvolle Informationen über die kommende Preisentwicklung besitzen, auf deren Analyse die EZB nicht verzichten kann.⁶

Lassen Sie mich bitte am Ende noch hinzufügen, dass das kommunikative Umfeld für die EZB ebenfalls alles andere als einfach ist. Einer der Gründe besteht meines Erachtens darin, dass die Geldpolitik nicht nur in der Wissenschaft, sondern bis hin zum „Mann auf der Straße“ auf ein immer breiteres Interesse stößt. Als Vermittler spielen dabei die Medien und Analysten und nicht zuletzt natürlich die Märkte eine große Rolle. Diese Vielfalt der Empfänger, die durch ein weites Meinungsspektrum ja noch komplexer wird, erschwert es dem „Sender“ der Geldpolitik, stets die richtige Frequenz zu finden. Lösbar ist aber auch diese Aufgabe. „Sendepausen“ können dabei manchmal durchaus hilfreich sein. Gelegentlich muss man nämlich lange schweigen, bis das treffende Wort sich meldet. Und deswegen schweige jetzt auch ich – es sei denn, Sie hätten noch Fragen ...

⁶ Vgl. Issing, Otmar: *Communication Challenges for the ECB*; Lecture delivered at the Center for Financial Studies Research Conference „The ECB and its Watchers II“, Frankfurt am Main, 26 June 2000.



Sendesperrfrist:
17. Juli 2000, 17:15 Uhr MESZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Politik und Märkte im Zeichen des Euro

Rede bei der Mitgliederversammlung
des Bankenverbandes Baden-Württemberg e.V.
in Stuttgart
am Montag, 17. Juli 2000

I

Meine Damen und Herren,

ich möchte mich für die Einladung bedanken und freue mich, heute vor Ihnen zu sprechen.

Bei der Lektüre einer großen deutschen Tageszeitung stieß ich auf die Themenseite „Wirtschaft und Wetter“. Und auch in den Fernsehnachrichten folgt auf die Börsendaten der Wetterbericht.

Sind Wirtschaft und Wetter zwei verwandte Gebiete?

Tatsächlich beschäftigen sich Wirtschaftswissenschaftler und Meteorologen mit ähnlichen Fragen. Wie ist die derzeitige Lage? Wie ist sie morgen und wie sind die Aussichten?

Bezeichnend ist, dass gemeinhin eine reine Zustandsbeschreibung nicht ausreicht. Das Interesse ist vielmehr auf die Vorhersage gerichtet. Zugegeben, der Zeithorizont ist unterschiedlich: In der Wirtschaft bedeutet „morgen“ nicht unbedingt in 24 Stunden. Das Problem bleibt aber gleich. Der Wissenschaftler muss in die Zukunft sehen.

Das kann bisweilen eine sehr undankbare Aufgabe sein, weil – in der Wirtschaft wie beim Wetter – viele unbeeinflussbare Faktoren eine Rolle spielen. Das sollte aber kein Grund sein, auf Prognosen zu verzichten.

Ich halte es da eher mit Manfred Rommel. Er sagte einmal:
„Prognosen haben zwei Eigenschaften: Sie stimmen nie genau,
aber sie stimmen immer mehr als gar keine Prognose.“

Als Bundesbankpräsident ist es allerdings nicht meine Aufgabe,
öffentlich Prognosen zu erstellen. Weder über das Wetter noch über
die Wirtschaft. Aber es ist meine Aufgabe, das Wirtschaftswetter zu
kennen.

II

Die konjunkturelle Wetterlage der Weltwirtschaft ist derzeit sehr
erfreulich. Der Aufschwung hat sich in den letzten Monaten mit
hohem Tempo fortgesetzt. Die Krisen im ostasiatischen und
lateinamerikanischen Raum scheinen überwunden zu sein.
Wichtigster Motor sind weiterhin die USA, wenngleich sich die
Anzeichen für ein „soft landing“ der amerikanischen Wirtschaft
verdichten.

Auch der Euroraum hat starke Antriebskräfte entwickelt. Seit
Sommer 1999 wächst die Wirtschaft kräftig. Während im
vergangenen Jahr das reale BIP um 2,3 Prozent zunahm, beträgt
die Wachstumsrate im 1. Quartal 2000 3,2 Prozent. Nach den
jüngsten Prognosen von IWF und EU-Kommission wird sich die
Zunahme weiter verstärken. Der Euroraum würde dann das höchste
Wachstum seit 1991 erreichen.

Die deutsche Wirtschaft hat nach der unterdurchschnittlichen Entwicklung im Jahr 1999 aufgeholt. Das reale BIP lag im 1. Quartal 2000 leicht oberhalb des Durchschnitts des Euroraums.

Der Aufholprozess wird von – immer wieder geforderten – Strukturreformen begleitet.

In Deutschland stehen Reformen auf zwei zentralen Politikfeldern auf dem Programm. Die Überlegungen zur Reform der Rentenversicherung befinden sich noch im Entwurfs- und Diskussionsstadium. Dagegen hat der Bundesrat am vergangenen Freitag einer umfassenden Steuerreform zugestimmt.

Die Steuerreform weist in die richtige Richtung. Sie verbessert die Rahmenbedingungen für die deutsche Wirtschaft und ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit.

Der Reformwille hat eine Signalwirkung, die nicht unterschätzt werden darf. Wird er gebrochen, schadet das der Konjunktur.

Erkennbar ist der Reformwille auch bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. Deutschland, aber auch die anderen Euroländer schaffen damit den nötigen finanzwirtschaftlichen Raum, um die Abgabenbelastung substanziell und nachhaltig zu senken. Deutschland und Europa müssen auf dem Pfad der Konsolidierung weiter voranschreiten. Ein großer Teil der bisherigen Erfolge ist nämlich auf die günstige Konjunktur zurückzuführen.

Konsequente Marktstrukturpolitik macht den Weg frei zu neuen Entwicklungen. Indem z. B. der Telekommunikationsmarkt und der Energiesektor dereguliert und zum Teil privatisiert wurden, konnten große Potentiale aktiviert werden. Sowohl im Telekommunikationsbereich als auch auf dem Strommarkt sind aufgrund des entstandenen Wettbewerbsdrucks die Preise deutlich gesunken.

III

Der gegenwärtige Aufschwung – insbesondere in Deutschland – ist durch einige Besonderheiten gekennzeichnet. So geht z. B. die positive Entwicklung an der Bauwirtschaft vorbei und eine Wende ist nicht in Sicht. Die Lageeinschätzungen in der Bauwirtschaft blieben auch zu Beginn diesen Jahres überwiegend pessimistisch.

Interessant ist auch die Entwicklung in der Automobilindustrie, einer Schlüsselindustrie hier im Raum Stuttgart. Die Inlandsnachfrage nach Autos ist recht verhalten, während das Auslandsgeschäft sich äußerst positiv entwickelt. Die Auslandsnachfrage konnte die verhaltene Inlandsnachfrage nur zum Teil kompensieren.

Trotzdem – und das ist bemerkenswert – hat sich die Lage am Arbeitsmarkt insgesamt gebessert. Lag die deutsche standardisierte Arbeitslosenquote im Jahr 1999 noch durchschnittlich bei 8,7 Prozent, waren es im Mai diesen Jahres 8,4 Prozent. Im Euroraum ist die Arbeitslosenquote ebenfalls gesunken. Sie betrug im Mai

2000 9,2 Prozent, verglichen mit 10 Prozent im Durchschnitt des Jahres 1999.

Dieser Aufschwung hat noch eine weitere Besonderheit. In einem Zeitraum von gut einem Jahr hat sich der Ölpreis verdreifacht. Aber im Gegensatz zu den siebziger Jahren konnte die Konjunktur sich entwickeln und fortsetzen. Ein Konjunktureinbruch ist auch nicht zu befürchten. Im Gegenteil, schon 2001 könnte Europa die USA überflügeln.

Außerdem herrscht ein weiterhin gutes Preisklima. Im ersten Jahr der Europäischen Währungsunion hat die Geldpolitik mit einer Inflationsrate von 1,1 Prozent für den Euroraum einen Traumwert erreicht.

Die Preisperspektiven sind trotz der anziehenden Konjunktur und des Ölpreisanstiegs günstig. Die Lohnentwicklung in Deutschland ist ausgesprochen moderat. Auch von der Seite der Unternehmen gehen keine Inflationsgefahren aus. Unter den Bedingungen des herrschenden Wettbewerbs ist es für sie kaum möglich, die Preise nur „der guten Konjunktur wegen“ zu erhöhen.

Die Geldpolitik leistet ihren Beitrag, indem sie den durchaus bestehenden Aufwärtsrisiken bei der Preisentwicklung entgegenwirkt. Der EZB-Rat hat im Juni den Hauptrefinanzierungssatz auf 4,25 Prozent erhöht. Das Eurosystem handelt vorausschauend - bevor sich die Preisspirale zu drehen

beginnt. Es wird so das erreichte Stabilitätsniveau für den gesamten Euroraum und auf Dauer sichern.

IV

Die Einführung des Euro und der einheitlichen Geldpolitik hat die Europäische Union auf eine neue Stufe der Integration gehoben. Die gemeinsame Währung ist ein wichtiger Schritt zum Vollenden des Binnenmarkts. Auf den Finanzmärkten vollzieht sich ein tiefer Wandel. Der Euro hat weit reichende Konsequenzen für die Struktur und Entwicklung dieser Märkte.

Veränderungen an den Finanzmärkten sind von großer Bedeutung für die Geldpolitik. Über die Finanzmärkte wirken geldpolitische Entscheidungen auf die Realwirtschaft und die Preisentwicklung. Leistungsfähige und effiziente Finanzmärkte liegen daher im Interesse jeder Notenbank.

Wie haben sich die Finanzmärkte seit der Euro-Einführung verändert?

Aus den einzelnen nationalen Geldmärkten im Euro-Gebiet ist rasch ein einheitlicher Euro-Geldmarkt entstanden.

Die Kapitalmärkte haben sich etwas langsamer verändert. Institutionelle, technische und rechtliche Barrieren bremsen den Integrationsprozess. Dort ist der Euro jedoch nicht der einzige Impulsgeber. Auch die Globalisierung und neue technologische

Entwicklungen haben bereits deutliche Spuren hinterlassen. Die Märkte sind liquider, größer, tiefer und komplexer geworden.

Es gibt einige Anzeichen dafür, dass sich im Euro-Währungsgebiet eine stärker marktorientierte Finanzstruktur entwickelt. Unternehmen decken ihren Finanzierungsbedarf zunehmend direkt über die Kapitalmärkte, d. h. mit Hilfe handelbarer Wertpapiere.

Der Disintermediationsprozess spiegelt sich zum einen in der Entwicklung des Aktienmarkts: Die Marktkapitalisierung stieg deutlich an. Dies ist nicht nur auf höhere Aktienkurse sondern auch auf eine kontinuierlich steigende Gesamtzahl der börsennotierten Unternehmen zurückzuführen.

Großen Anteil an dieser Entwicklung hat der Neue Markt. Zwar haben sich nicht alle hoch gesteckten Kursprognosen erfüllt. Der Neue Markt ermöglichte aber vielen jungen, innovativen Unternehmen Zugang zu Risikokapital. Mit dem Neuen Markt steht Deutschland unter Europas Wachstumsmärkten an der Spitze.

Zum anderen ist der Markt für Unternehmensanleihen im Jahr 1999 stark gewachsen. Neben der Einführung des Euro selbst war hier die anhaltende Umstrukturierung der Unternehmenslandschaft eine bedeutende Triebfeder.

Insgesamt haben die Aktien- und Unternehmensanleihemärkte in den USA oder auch in Großbritannien allerdings noch eine größere Bedeutung für die Finanzierung als im Euroraum.

Doch die Veränderungen erfassen nicht nur die Finanzmärkte selbst. Der gesamte Finanzsektor, auch das ganze Spektrum der Finanzintermediäre und Finanzinstitute ist davon betroffen. Dies zeigt sich in Fusionen und Übernahmen von Banken bis hin zu den Börsen. Die geplante Verschmelzung von Commerzbank und Dresdner Bank oder der ebenfalls geplante Zusammenschluss der Börsen in Frankfurt und in London sind Beispiele.

Gleichwohl verläuft der Konsolidierungsprozess im Bankenbereich derzeit hauptsächlich innerstaatlich. Das kann sich aber in Zukunft durchaus ändern. Der Euro wirkt wettbewerbsfördernd. Er sorgt für Transparenz und macht Vergleiche innerhalb des Euroraums einfacher.

Die Entwicklungen im Finanzsektor werden weitergehen. Es bestehen immer noch institutionelle und rechtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern. Hier ist die Wirtschaftspolitik gefordert, einheitliche Rahmenbedingungen zu schaffen. Stärkere Verzögerungen in diesem Bereich könnten sonst die Euro-Finanzmärkte im internationalen Wettbewerb schwächen.

Die Einführung des Euro verändert nicht nur das geldpolitische Umfeld. Im Zentrum dieser Veränderungen steht die Geldpolitik selbst. Die gemeinsame Währung ist eine Zäsur für die beteiligten Zentralbanken.

V

Die Bundesbank hat ihre geldpolitische Verantwortung an den Europäischen Zentralbankrat übergeben. Sie ist jetzt ein integraler Bestandteil des Europäischen Systems der Zentralbanken.

Das heißt nicht, dass die Bundesbank keinen Einfluss auf die europäische Geldpolitik hat. Im Gegenteil. Bereits in die Konzeption der Währungsunion und ihrer Institutionen sind wesentliche Erfahrungen und Erkenntnisse deutscher Stabilitätspolitik eingeflossen.

Dazu zählt die klare Definition des geldpolitischen Ziels. Das ESZB hat die vorrangige Aufgabe die Preisstabilität zu gewährleisten. Mit der Sicherung des Geldwertes leistet die Geldpolitik ihren besten Beitrag für eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung, für Wachstum und Beschäftigung.

Die Bundesbank war auch ein wichtiges Vorbild für die Gestaltung der Struktur des Europäischen Zentralbanksystems und nicht zuletzt für die weit gehende Unabhängigkeit von politischen Instanzen.

Wie wichtig die Unabhängigkeit der Geldpolitik für eine erfolgreiche Stabilitätspolitik ist, muss ich nicht betonen – oder vielleicht doch? Diesen Eindruck kann man gewinnen angesichts bestimmter Äußerungen jenseits des Rheins.

Die Unabhängigkeit von EZB und ESZB ist in den Verträgen von Maastricht und Amsterdam jedenfalls klar definiert. Sie bezieht sich auch auf die Wahl der geldpolitischen Strategie. Und der EZB-Rat bestimmt auch, welche gemessene Preissteigerungsrate noch mit Preisstabilität vereinbar ist.

Der Einfluss der Bundesbank ist ebenso bei der praktischen Konzeption der europäischen Geldpolitik zu erkennen. So wird die Liquidität der Banken im Wesentlichen über wöchentliche Repogeschäfte, sowie eine Spitzenrefinanzierungs- und Einlagenfazilität gesteuert. Das Eurosystem verzichtet bisher weitgehend auf tägliche Interventionen am Geldmarkt. In Verbindung mit der Mindestreserve trägt die Geldpolitik damit zur Verfestigung und Beruhigung des Geldmarktes bei.

VI

Wie gestaltet die Bundesbank die aktuelle und künftige Geldpolitik mit?

Diese Frage lässt sich gut anhand der Organisationsstruktur des ESZB beantworten.

Dem ESZB gehören neben der Europäischen Zentralbank auch alle 15 rechtlich weiterhin selbständigen nationalen Zentralbanken der EU-Länder an. Verantwortlich und zuständig für die gemeinsame Geldpolitik ist allerdings das so genannte Eurosystem. Das

Eurosysteem besteht aus den nationalen Zentralbanken der – bislang elf – Euro-Länder und der EZB.

Die geldpolitischen Entscheidungen trifft für den gesamten Euroraum allein und zentral der EZB-Rat. Ihm gehören neben den Mitgliedern des Direktoriums der EZB die Präsidenten der Notenbanken der – bislang – elf Euro-Länder an. Von deutscher Seite ist also ausschließlich der Präsident der Bundesbank direkt an den geldpolitischen Beschlüssen beteiligt.

Die Präsidenten der nationalen Notenbanken dürfen allerdings nicht als Vertreter ihrer Länder verstanden werden. Bei ihren geldpolitischen Entscheidungen sind sie von Weisungen der Regierungen und auch ihrer eigenen Zentralbank unabhängig.

Die Mitglieder des EZB-Rats sind allein der Stabilität des Euro verpflichtet. Denn bei einer gemeinsamen Währung kann es nur eine Geldpolitik zu gleichen Bedingungen in allen beteiligten Ländern geben. Bei unseren geldpolitischen Entscheidungen haben wir im EZB-Rat immer den gesamten Euroraum im Blick.

Für die praktische Umsetzung der Geldpolitik ist das Eurosysteem zuständig. Die Geldpolitik wird dezentral über die nationalen Zentralbanken ausgeführt.

So erfolgt

- die Abwicklung der Refinanzierung,

- das Halten der Mindestreserven,
- die Versorgung der Wirtschaft mit Bargeld
- und ein großer Teil des bargeldlosen Zahlungsverkehrs

in Deutschland nach wie vor dezentral über die Bundesbank und ihre Zweiganstalten.

Die Bundesbank hat auch künftig das Bewusstsein für Preisstabilität in Deutschland zu erhalten und die dafür notwendige Geldpolitik zu erläutern. Diese Aufgabe ist wesentlich anspruchsvoller, seit die Geldpolitik auf den Euroraum als Ganzes und nicht mehr auf die Verhältnisse des eigenen Landes ausgerichtet ist. Auch gibt es bislang keine europäische Öffentlichkeit.

Darüber hinaus erfüllen die nationalen Zentralbanken zahlreiche Aufgaben, die komplementär zur Geldpolitik sind. Sie sind ihnen durch nationale Gesetze zugewiesen.

So werden die nationalen Währungsreserven von der Bundesbank gehalten und verwaltet. Außerdem ist die Bundesbank als „fiscal-agent“ am Schuldenmanagement des Bundes beteiligt, und sie ist gemeinsam mit dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen in der Bankenaufsicht tätig.

Seit über einem Jahr wird über eine Strukturreform der Bundesbank öffentlich diskutiert. Die Bundesbank wird sich ändern müssen. Die

Veränderungen des geldpolitischen Umfelds erzwingen dies. Im Vordergrund steht die Aufgabe, den Präsidenten qualifiziert zu unterstützen und ihm dabei zu helfen, seine Aufgaben im EZB-Rat erfolgreich wahrzunehmen.

Am Ende des Reformprozesses muss eine handlungsfähige Bundesbank stehen, die ihre derzeitigen und zukünftigen Aufgaben effizient erfüllen kann.

Von allen in der Öffentlichkeit diskutierten Modellen ist für mich das als Option 1 vom ZBR erarbeitete Vorstandsmodell die beste Lösung. Es ermöglicht klare Weisungsstränge und eine flexible Organisationsstruktur, verzichtet aber nicht auf die Präsenz in der Fläche. Es sieht vor, dass auch künftig in Stuttgart eine Regionalverwaltung der Deutschen Bundesbank besteht.

Doch zurück zu den Aufgaben der Bundesbank:

Für die Bereiche Schuldenmanagement und Bankenaufsicht gibt es auf politischer Ebene Überlegungen zu einer Neuorganisation.

Der Bundesfinanzminister beabsichtigt, für das Schuldenmanagement eine bundeseigene GmbH zu gründen. Diese soll auch Aufgaben ausführen, die heute die Bundesbank in diesem Bereich wahrt.

Das Schuldenmanagement neu zu organisieren ist eine politische Entscheidung. Doch ist m. E. die Gründung einer eigenständigen

Agentur nicht notwendig, um das Schuldenmanagement zu verbessern. Wichtig ist vielmehr, dass die Benchmarkstellung der Bundeswertpapiere nicht gefährdet wird. Diese Gefahr bestünde dann, wenn die Bundesbank mit ihrer langjährigen Markterfahrung, ihrer effizienten Infrastruktur und auch ihrer Reputation nicht mehr in das Schuldenmanagement involviert ist.

Weit gehende Einigkeit besteht darüber, dass die Bankenaufsicht in einer Hand zusammengefasst werden soll. Diese Absicht kann ich nur begrüßen. Eine Zersplitterung der Aufsicht halte ich für nicht mehr sachgerecht.

Welche Anforderungen muss eine moderne Bankenaufsicht erfüllen?

Vor dem Hintergrund der Veränderungen im Bankensektor und an den Finanzmärkten muss es das Ziel sein, die Effizienz der Bankenaufsicht weiter zu erhöhen und zwar durch:

- die Schaffung einer einheitlichen Aufsichtsinstanz zum Vermeiden von Doppelarbeit und zum Erhöhen der Reaktionsgeschwindigkeit der Aufsicht,
- die stärkere Fokussierung der Bankenaufsicht auf die gestiegenen Systemrisiken,
- eine ausgeprägte Marktnähe der Aufsicht sowie

- die Nutzung von Synergieeffekten zwischen Bankenaufsicht, Zahlungsverkehr und Geldpolitik, und schließlich
- hoch qualifiziertes Personal, das die Aufsichtsregeln in der Praxis angemessen durchsetzt.

Wo sollte die Bankenaufsicht sinnvollerweise angesiedelt sein?

Unter den genannten Gesichtspunkten halte ich die vollständige Integration der Bankenaufsicht in die Bundesbank für die beste Lösung.

Bereits bestehende Strukturen – die rechtlichen wie die organisatorischen – könnten sofort praktisch genutzt werden. So wäre kein „Errichtungsgesetz“ für eine neue Anstalt nötig. Ein schneller und – auch politisch – „reibungsloser“ Übergang wird möglich.

Zudem besitzt die Bundesbank bereits eine dem deutschen Bankensystem angemessene dezentrale Struktur. Auch verfügt sie über die erforderliche Markt- und Institutsnähe.

Der ZBR hat beschlossen, dass die Einheitlichkeit der Aufsicht und der aufsichtlichen Entscheidungen im gesamten Bundesgebiet sichergestellt wird. Alle wesentlichen Entscheidungen sind an zentraler Stelle in der Bundesbank zu treffen. Mit diesem Beschluss

ist der ZBR denen entgegengetreten, die eine einheitliche Bankenaufsicht bei der Bundesbank in Zweifel ziehen.

Die weitaus bedeutenderen Vorteile ergeben sich aber aus den realisierbaren Synergieeffekten.

Ein stabiles Finanzsystem und insbesondere ein stabiles Bankensystem sind Voraussetzungen für die Geldpolitik. Die Banken sind ihr „Transmissionsriemen“. Sie sorgen für eine rasche Übertragung monetärer Impulse im gesamten finanziellen Sektor.

Auf der anderen Seite trägt die Bundesbank durch die Wahrnehmung ihrer monetären Aufgaben zur Stabilität des Finanzsystems bei. Die Bundesbank kann deshalb allein schon aus geldpolitischen Gründen nicht auf Informationen aus erster Hand über die Banken verzichten.

Diese Kenntnisse benötigt sie, um ihrer Verantwortung für die Systemstabilität gerecht zu werden und für ihre Mitarbeit in internationalen Gremien. Sie benötigt sie aber auch z. B. für die Bonitätsprüfung im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte der Kreditinstitute.

Darüber hinaus erhält die Bundesbank durch ihre „Oversight“ im Zahlungsverkehr und ihre Aktivitäten an den Geld-, Kapital- und Devisenmärkten wertvolle Informationen, die sie für die Bankenaufsicht nutzbar machen kann.

Diese Effizienzgewinne sind nur möglich, wenn die Bankenaufsicht der Bundesbank übertragen wird.

Würde hingegen eine andere Anstalt mit der Bankenaufsicht betraut, müssten neue Informationskanäle geschaffen werden. Der derzeitige Koordinierungs- und Abstimmungsbedarf würde sich sogar noch erhöhen. Doppelarbeit würde so kaum vermieden.

Diese Argumente legen m. E. eindeutig eine vollständige Eingliederung der Bankenaufsicht in die Bundesbank nahe.

Es wird zum Teil befürchtet, die Bankenaufsicht bei der unabhängigen Bundesbank wäre dann der demokratisch-parlamentarischen Kontrolle entzogen. Dies ist nicht der Fall. Tatsächlich wäre die Bundesbank bei einer vollständigen Übernahme der Bankenaufsicht an Weisungen des Bundesfinanzministeriums auf diesem Gebiet gebunden.

Die Geldpolitik bleibt davon, ebenso wie bei anderen Notenbanken in Europa, unberührt. Es besteht kein Konflikt zwischen Aufsicht und Geldpolitik. Die geldpolitischen Entscheidungen trifft der EZB-Rat. Seine Unabhängigkeit ist vertraglich festgelegt und gesichert.

Die Übertragung der Bankenaufsicht auf die Bundesbank ermöglicht eine effiziente und dem nationalen Bankensystem angemessene effektive Aufsicht. Gleichzeitig wird so die kompetente Mitarbeit auf internationaler, insbesondere auf europäischer Ebene sichergestellt.

Die Bankenaufsicht in Europa ruht im Wesentlichen auf drei Säulen:

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

Eine zentrale Struktur der Bankenaufsicht in Europa ist derzeit nicht notwendig. Eine Aufsicht vor Ort ist aufgrund ihrer größeren Markt- und Institutsnähe effizienter. Um aber auch den grenzüberschreitenden Aktivitäten der Banken Rechnung zu tragen, arbeiten die mit der Aufsicht befassten Notenbanken und Aufsichtsbehörden sowohl auf bilateraler als auch auf multilateraler Ebene zusammen.

Diese Kooperation ist mittlerweile gängige Praxis. Zwischen Heimatland- und Gastlandaufseher erfolgt dies durch so genannte „Memoranda of Understanding“.

Fragen der Stabilität des europäischen Bankensystems werden insbesondere im Banking Supervision Committee des ESZB behandelt. Dieses Gremium setzt sich aus hochrangigen Vertretern von Notenbanken und Aufsichtsbehörden aller 15 EU Staaten zusammen und ermöglicht nicht nur eine enge Zusammenarbeit zwischen Aufsehern und Notenbanken, sondern auch zwischen dem Eurosystem und den „Pre-Ins“.

Der europäische Bankensektor hat die jüngsten Krisen an den internationalen Finanzmärkten mühelos bewältigt. Dies zeigt, wie erfolgreich das gegenwärtige Aufsichtssystem ist.

Der Erfolg beruht in Deutschland nicht zuletzt darauf, dass Aufsicht – insbesondere die Bundesbank – und Banken gut zusammenarbeiten.

Auf eine gute Zusammenarbeit wird es noch bei einer anderen Aufgabe ankommen. Eine Aufgabe, für die umstritten die Zentralbank eines Landes zuständig ist. Ich meine die Einführung des Euro-Bargeldes Anfang 2002.

VI

Am 1. Januar 2002 löst der Euro die D-Mark als alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel ab.

Der physische Austausch des Bargeldes ist nicht von heute auf morgen möglich. Mit einem Parallelumlauf sind jedoch insbesondere für Handel und Kreditinstitute Belastungen verbunden.

Die Wirtschafts- und Finanzminister in der EU haben sich in einer gemeinsamen Erklärung darauf verständigt, den Parallelumlauf von nationalem und Euro-Bargeld auf höchstens zwei Monate zu begrenzen.

In Deutschland wird diese Regelung durch die „Gemeinsame Erklärung“ der Verbände der Kreditwirtschaft, des Handels und vergleichbarer Dienstleister und der Automatenwirtschaft ergänzt.

Nach der so genannten „Modifizierten Stichtagsregelung zur Einführung des Euro-Bargeldes“ kann die D-Mark bis zum 28. Februar 2002 verlässlich weiterverwendet werden. Die Deutsche Bundesbank wird auch nach dem 28. Februar 2002 D-Mark-Bargeld jederzeit und unentgeltlich in Euro umtauschen.

Der Wechsel von der D-Mark zum Euro-Bargeld ist eine Herkules-Aufgabe. Er ist nicht nur für die Zentralbank eine große Herausforderung. Er stellt die Kreditinstitute, den Handel und natürlich auch die Bürger vor etliche Fragen.

Der Bargeltaustausch für rd. 82 Mio. Einwohner innerhalb weniger Wochen ist in Deutschland ohne Beispiel. Auch die Einführung der D-Mark in der DDR erreichte nicht diese Dimension. Die Druckereien und Münzprägeanstalten in Deutschland müssen bis Ende 2001 insgesamt ca. 4,3 Mrd. Banknoten und 17 Mrd. Münzen herstellen.

Übrigens, auf Baden-Württemberg entfallen davon rund eine halbe Milliarde Noten und rund zwei Milliarden Münzen.

Die termingerechte Produktion des Bargeldes derselben Qualität für den gesamten Euro-Raum ist eine anspruchsvolle und schwierige Aufgabe. Insbesondere die Euro-Banknoten müssen höhere

Toleranzstandards erfüllen als sonst in der Banknotenproduktion üblich. Das Eurosystem stellt sicher, dass die hohen Qualitätsstandards erfüllt werden.

Doch die Produktion ist nur der erste Schritt. Das Euro-Bargeld muss verteilt, gelagert und schließlich in Umlauf gegeben werden. Und es müssen auch die D-Mark Noten und Münzen eingezogen werden. Damit der Übergang von der D-Mark zum Euro reibungslos verlaufen kann, bereiten wir uns sorgfältig und umfassend vor.

Vieles ist schon mit den Spitzenverbänden der Kreditwirtschaft, der Automatenwirtschaft, des Handels sowie der Arbeitsgemeinschaft der Verbraucherverbände abgestimmt und in das „Konzept für die Inverkehrgabe von Euro-Bargeld in der Bundesrepublik Deutschland“ eingeflossen.

Die Bundesbank in Frankfurt und die Landeszentralbanken sind der natürliche Ansprechpartner. Wir werden ab diesem Monat in der Broschüre „euro 2002-Informationen“ regelmäßig über den Stand der Vorbereitungen und neueste Entwicklungen zur Euro-Bargeldeinführung informieren.

Außerdem werden die EZB und die nationalen Zentralbanken eine breit angelegte Aufklärungskampagne durchführen. Ziel dieser Kampagne ist es, die Öffentlichkeit mit den Details des Euro-Bargeldes, den Sicherheitsmerkmalen sowie den Umtauschmodalitäten vertraut zu machen.

Für bestimmte Zielgruppen, z. B. Kassierer bei den Banken und im Einzelhandel, werden gesonderte Programme zur Vorbereitung durchgeführt. Der zeitliche Schwerpunkt dieser Aktionen wird im 2. Halbjahr 2001 liegen.

Im Rahmen eines „Partnerschafts-Programms“ streben wir, die EZB und die Bundesbank, eine enge Zusammenarbeit mit Wirtschaft und Politik an.

Ich bin überzeugt, dass es uns gelingen wird, den Übergang zum Euro erfolgreich zu gestalten. Die Bürger der Euro-Länder halten dann nicht nur eine stabile Währung sondern auch gut 50 Jahre Integrationspolitik in den Händen.

Das Entwicklungspotential der europäischen Integration mit seiner neuen Währung ist noch lange nicht ausgeschöpft. Wir stehen vor einem gemeinsamen Neuanfang. Und die Aussichten sind gut!

* * *



Sendesperrfrist:
26. Juli 2000, 18:30 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Währung und wirtschaftlicher Wandel in der Eurowelt

Rede beim Alumni Club der volkswirtschaftlichen Fakultät der
Ludwig-Maximilians-Universität München
in München
am Mittwoch, 26. Juli 2000

I

Es liegt nahe, in diesen Tagen des Sommers 2000 Fußball und wirtschaftliche Entwicklung in Beziehung zu bringen. Jean Claude Trichet, der französische Notenbankgouverneur, nannte den Sieg Frankreichs bei der Europameisterschaft „großartig für die französische Moral“ und prognostizierte „Konsequenzen für die Wirtschaft“.

Die Logik ist gerade aus unserer Sicht sympathisch. Jetzt da der „Kaiser“ aus München die Austragung der Weltmeisterschaft 2006 nach Deutschland geholt hat, sollte dies auch die deutsche Moral stärken.

Ich will den Vergleich mit dem Fußball nicht überstrapazieren. Aber die positive Nachricht passt zum gegenwärtigen ökonomischen Gesamtbild.

II

Den meisten Prognosen zufolge werden die Wachstumsraten im Euroraum in diesem Jahr bei 3 % und darüber liegen. Damit setzt der Euroraum nicht nur den Pfad robusten Wachstums seit Sommer 1999 fort. Das wäre auch das stärkste Wachstum seit 1991.

Die günstigen wirtschaftlichen Perspektiven kann man zwar kaum alleine der Einführung des Euro zuschreiben. Die Vorteile einer

Währungsunion für Wachstum und Beschäftigung kommen eher längerfristig zum Tragen.

Auf der anderen Seite haben sich die Unternehmen, aber auch die Politik schon seit längerer Zeit auf den Euro vorbereitet. Ich erinnere an die Konsolidierungsanstrengungen der letzten Jahre und die Stabilitätsorientierung der Geldpolitik. Es kann also durchaus sein, dass wir nunmehr die ersten Früchte dieser Vorbereitungsarbeiten ernten.

Derweil weist der gegenwärtige Aufschwung im Euroraum und insbesondere in Deutschland im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen einige Besonderheiten auf, die eine genauere Betrachtung verdienen.

Erstens: Der Aufschwung geht bislang an der Bauwirtschaft vorbei. Noch immer ist der Trend der Baunachfrage abwärts gerichtet. Die Lageeinschätzungen in der Bauwirtschaft blieben zu Beginn des Jahres 2000 überwiegend pessimistisch.

Gleichzeitig ist die inländische Nachfrage nach Autos recht verhalten. Nach Angaben des Verbands der Automobilindustrie wurden im ersten Halbjahr 2000 rund 3 % Kraftfahrzeuge weniger produziert als im gleichen Vorjahreszeitraum. Einen Aufschwung ohne Bau und mit schwacher inländischer Autonachfrage gab es früher nicht.

Zweitens: Trotz der guten Wachstumsperspektiven sind die Tarifpartner in Deutschland auf die von 1996 bis 1998 verfolgte Grundlinie moderater Tarifanhebungen zurückgekehrt. Die Lohnstückkosten dürften 2000 zurückgehen. Das ist nicht nur ein wichtiger Beitrag für das Preisklima, sondern auch für den Arbeitsmarkt. Die Beschäftigung hat in Deutschland und mehr noch im Euroraum seit Herbst 1999 deutlich zugenommen. Zudem lockern sich die strukturellen Verkrustungen an den europäischen Arbeitsmärkten.

Drittens: Trotz des kräftigen Aufschwungs und des drastischen Ölpreisanstiegs ist der Preisdruck relativ gering. Die Beschleunigung der Preissteigerungsrate im Euroraum von 1,9% auf 2,4% im Juni war ganz überwiegend ölpreisbedingt. Ohne diesen Einfluss hätte die Rate – wie im Durchschnitt des Vorjahres – nahe bei einem Prozent gelegen. Die Chancen stehen aber gut, dass der Ölpreis jetzt nachgibt. Der Referenzwert von 2%, der nach EZB-Definition die Obergrenze für Preisstabilität markiert, dürfte im weiteren Jahresverlauf wieder unterschritten werden.

Um den vorhandenen Aufwärtsrisiken bei der Preisentwicklung frühzeitig zu begegnen, hat der EZB-Rat in mehreren Schritten den Hauptrefinanzierungssatz auf nunmehr 4,25% erhöht. Die Geldpolitik ist gleichwohl nicht restriktiv, sondern in Verbindung mit dem Eurokurs nur weniger expansiv. In den Zinsschritten zeigt sich der vorausschauende Charakter der Geldpolitik.

III

Ob wir am Beginn eines Zeitalters dauerhaft erhöhter Wachstumsdynamik im Euroraum stehen, werden wir erst in der Zukunft sehen.

Die Unterschiede dieses Aufschwungs gegenüber früher sind jedoch deutlich. Es hat sich offensichtlich auch in der deutschen Volkswirtschaft etwas verändert. Die treibenden Kräfte sind möglicherweise andere. Es lohnt, genauer hinzuschauen.

Deutschland und der Euroraum durchlaufen gegenwärtig einen Prozess enormer struktureller Veränderungen. Zu den traditionellen Sektoren sind neue hinzugekommen, die jetzt positive konjunkturelle Wirkungen entfalten. Auch von den Marktstrukturreformen auf einigen Feldern kommen wichtige Anstöße. Ich nenne hier den Telekommunikationsmarkt und den Strommarkt als Beispiele. Der Gasmarkt soll folgen.

Angedacht ist darüber hinaus die Deregulierung auch auf anderen Märkten, auf denen öffentliche Anbieter dominieren, beispielsweise die Wasserversorgung und der öffentliche Nahverkehr.

Die Preisrückgänge auf den bereits deregulierten Märkten bilden ein Gegengewicht zu den höheren Ölpreisen. Außerdem sind wir heute weniger ölabhängig als zur Zeit der Ölkrisen. Damals hätte man bei steigenden Ölpreisen sogleich an Stagflation – das Nebeneinander hoher Preissteigerungen und geringen Wachstums – gedacht.

Schließlich dämpft auch die Informationstechnik den Preisauftrieb, weil sie die Markttransparenz erhöht.

Längst ist das Internet nicht nur in Amerika eine Plattform für Innovationen. Deutschland erlebt eine Gründerwelle im ICT(Information and Communication Technologies)-Bereich. Der Anteil der ICT-Investitionen an den Ausrüstungsinvestitionen beträgt in Deutschland immerhin ein Fünftel. (In den USA liegt er freilich bei einem Drittel.)

Am stärksten wachsen die Software-Investitionen. Die Auswirkungen sind in vielen Bereichen zu spüren. Der Wettbewerb im Einzelhandel hat zugenommen – gerade auch durch Anbieter im e-commerce Bereich.

Die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union haben auf ihrem Gipfel in Lissabon die verschiedenen technologischen Herausforderungen in ein strategisches Ziel gefasst. Sie wollen

„... die Union zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum in der Welt machen.“

Das ist ein sehr ehrgeiziges Ziel. Aber es ist wichtig, dass sich die Politik in diesem Zukunftsprozess engagiert.

IV

Für die strukturellen Veränderungen ist die neue Währung ein dynamischer Impulsgeber.

Denn die Währungsunion bedeutet, dass die Teilnehmerländer des Euroraums zusammen mit der einheitlichen Währung größere Wachstumschancen haben als vorher alleine.

Der große und einheitliche Markt gibt Wettbewerb und Wachstum kräftige Anstöße: Auf der einen Seite nimmt der Wettbewerb innerhalb des Euroraumes zu. Auf der anderen Seite können die Unternehmen des Euroraums in weltweit wettbewerbsfähige Größenordnungen hineinwachsen: Ich nenne hier die Stichworte: Fusionen, Übernahmen, strategische Allianzen, Kooperationen.

Beide Faktoren erhöhen das Wachstumspotential des Euroraumes. Sie dürfen von der Angebotseite her tendenziell Produktivität und Wachstum fördern.

Mit dem intensiveren Wettbewerb wachsen zugleich die Herausforderungen. Der Wettbewerb übt Druck aus:

- auf die Unternehmen, sich zu reorganisieren,
- auf die Tarifpartner, die Produktivitätsspielräume nicht zu verlassen und Rigiditäten am Arbeitsmarkt abzubauen,
- auf die Politik der Länder, investitions- und standortfreundliche Rahmenbedingungen zu schaffen, die

Haushalte zu konsolidieren, die Sozialversicherungen auf solide Grundlagen zu stellen und die richtigen Anreize am Arbeitsmarkt zu setzen.

Es ist deutlich zu erkennen, dass bisher unterlassene oder nur zögerlich angegangene Reformvorhaben nunmehr angepackt werden.

V

Solche Überlegungen lassen die Frage auftreten: Gibt es schon so etwas wie eine „New Economy“?

Das ist umstritten – selbst in der Diskussion um die US-Volkswirtschaft, die schon seit einiger Zeit außerordentlich schnell wächst.

Um nicht missverstanden zu werden: Es soll hier und jetzt nicht einer Sache das Wort geredet werden, die noch nicht empirisch gesichert ist. Die Geldpolitik muss sich auf Tatsachen gründen. Wir sollten aber durchaus auch weiterblicken, um neue Entwicklungen in der Wirtschaft möglichst frühzeitig zu erkennen.

Die Merkmale, die sich hinter dem Begriff der „New Economy“ verbergen, sind jedenfalls attraktiv:

Erstes Merkmal ist eine permanente Erhöhung der Wachstumsrate des Produktionspotentials.

Hinzu kommt als zweites Element eine Erhöhung des Trendwachstums der Produktivität, die eng mit dem Einsatz der neuen Informations- und Kommunikationstechnologien verknüpft ist.

Drittes Merkmal ist ein dauerhafter Abbau der strukturellen und der friktionellen Arbeitslosigkeit. Strukturelle Arbeitslosigkeit ist in Europa das gravierendste Problem. Sie ist aber kein unabwendbares Schicksal.

Eine dauerhaft geringere Schwankungsanfälligkeit des Wachstumsprozesses ist ein weiteres wichtiges Charakteristikum.

Im Ergebnis verschiebt sich – und das ist das fünfte Merkmal – der Wachstumspfad nach oben, ohne dass die Preissteigerung außer Kontrolle gerät.

VI

Was sind die Antriebskräfte hierfür?

Die IC-Technologie spielt eine zentrale Rolle. Beispiele für ihre direkten Effekte sind effizienteres Lagermanagement und Buchhaltung. Neue Kontaktwege zwischen den Unternehmen und ihren Kunden entstehen.

Die Markttransparenz erhöht sich. Insgesamt verbessert die IC-Technologie die Fähigkeit des Marktes, die dezentralen Entscheidungen zu koordinieren.

Das schlägt sich nieder in „just-in-time“-Lagerhaltung, in Ressourcenersparnis und – auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene – in einem größeren und weniger schwankungsanfälligen Wachstum.

Von großer Bedeutung sind außerdem die Antriebseffekte, die von der Finanzmarktliberalisierung und der Globalisierung ausgehen. Die Kosten der Intermediation über die Wertpapiermärkte sind – auch dank IC-Technologie – deutlich geringer als die Intermediationskosten über das Bankensystem.

Innovative, risikoreiche Unternehmen erhalten Zugang zu den Ersparnissen der Anleger, obwohl sie im klassischen Sinn für eine Bank nicht kreditwürdig wären.

Das fördert die Schumpeterschen Wellen „kreativer Zerstörung“, die für die langfristigen Wachstumsaussichten so wichtig sind.

Gerade im Finanzierungsbereich sind im Euroraum von der neuen Währung zusätzliche Impulse zu erwarten. Mit einer Vielzahl nationaler Währungen könnten wohl keine großen und liquiden Märkte und neue Finanzierungstechniken in Europa entstehen.

Als das Projekt der Europäischen Währungsunion vor zehn Jahren konkret angegangen wurde, hat man Ausmaß und Tempo der technologischen Entwicklungen so nicht vorhersehen können. Jetzt erweist sich die gemeinsame Währung auch unter diesem Aspekt als äußerst nützlich und hilfreich. Der Euro ist zu diesen Entwicklungen komplementär.

Die Kapitalmärkte gewinnen durch den Euro an Breite und Tiefe. Europa erlebt derzeit einen rasanten Anstieg bei den Börsengängen. Mehr als 200 junge innovative Unternehmen gibt es jetzt am deutschen „Neuen Markt“. Die Venture Capital Investitionen in Deutschland erreichten 1999 über 6 Milliarden D-Mark.

Gewiss werden nicht alle neu gegründeten Firmen Erfolge haben. An der grundlegenden Dynamik ändert dies aber wenig.

Hinzu kommt: Die Möglichkeiten der Anleger zur Risikodiversifizierung sind gewachsen – nicht zuletzt, weil die neuen Technologien auch neue Finanzprodukte ermöglichen. Das hat Auswirkungen auf die Unternehmen: Sie können sich auf ihr Kerngeschäft konzentrieren. Denn kerngeschäftsfernste Unternehmenssteile, die man früher auch deshalb akquiriert hatte, um die Risiken zu diversifizieren, können abgestoßen werden.

Das erhöht die Spezialisierungsgewinne aus einer gestiegenen Arbeitsteilung und damit Produktivität und Wachstum.

In dieselbe Richtung wirkt die Globalisierung der Güter- und Dienstleistungsmärkte und der höhere Wettbewerb dort. Beides wird durch die IC-Technologien forciert. Der Handel mit Dienstleistungen wird via Internet gefördert.

Auch hier kommt der Euro positiv ins Spiel. Im Verhältnis zu Drittländern erleichtert die gemeinsame europäische Währung die Beziehungen. Der Euroraum ist für Unternehmen außerhalb des

Euroraums ein attraktiver, großer Markt. Und Direktinvestitionen in den Euroraum werden erleichtert.

Zu den Antriebskräften gehört gewiss auch eine gute Politik.

Die Finanzpolitik muss unternehmerische Freiräume lassen bzw. schaffen. Hier ist im Euroraum und in Deutschland jetzt vieles in Gang gekommen. Die Bundesregierung hat sich zu einem strikten Konsolidierungskurs entschlossen und strebt eine Defizitquote von 0,5% im Jahr 2003 an.

Die Doppelstrategie – Konsolidierung auf der einen, Steuersenkungen auf der anderen Seite – gibt dem privaten Sektor Spielräume zurück. Und die Unternehmenssteuerreform wird Deutschland als Investitionsstandort attraktiver machen. Gewinne aus der Veräußerung von inländischen Beteiligungen werden ab 2002 steuerfrei sein. Das erleichtert Umstrukturierungen in der Unternehmenslandschaft.

Der Strukturwandel aber erfordert flexible Arbeitsmärkte. Die IC-Technologie eröffnet bessere Chancen für die Suche nach einem Arbeitsplatz. Die friktionelle Arbeitslosigkeit kann zurückgehen. Tele-Arbeitsplätze können entstehen. Allerdings brauchen die Arbeitnehmer auch die entsprechende Ausbildung. Besonderer Wert sollte auf ein lebenslanges Lernen und auf die Verbesserung von Fachkenntnissen gelegt werden.

Die Diskussion um die Green-Card zeigt, dass es in Deutschland mehr hoch qualifizierte Arbeitsplätze als hoch qualifizierte Arbeitskräfte gibt. Ein solches Ungleichgewicht ist eine Provokation für unser Bildungssystem, nicht zuletzt auch für die Universitäten. In der wissensbasierten Ökonomie ist die Bildungspolitik eine entscheidende Säule eines richtigen policy-mixes.

VII

Natürlich gehört auch eine gute Geldpolitik zu den wichtigen Voraussetzungen. Nur bei Geldwertstabilität können die Preise ihre Funktion wahrnehmen, die Knappheitsverhältnisse richtig anzuzeigen.

Daher liegt der beste Beitrag der Geldpolitik für Produktivitäts- und Wachstumssteigerungen in der Bewahrung der Geldwertstabilität.

Die Unsicherheit über die fundamentalen Veränderungen der Wirtschaft berührt auch die Geldpolitik. Sie sollte sich deshalb ein gewisses Maß an Flexibilität bewahren und Regeln nicht zu starr interpretieren. Das könnte die Wirksamkeit ihrer Politik und ihre Glaubwürdigkeit gefährden. Eine neue Strategie braucht der EZB-Rat gewiss nicht. Im Gegenteil: Mit seiner Zwei-Säulen Strategie ist er gut vorbereitet.

Ursprünglich wurde die Strategie ja auch konzipiert, um der anfänglichen Unsicherheit über die Geldnachfrage im Euroraum gerecht zu werden. Die Unsicherheit über eine „New Economy“

wäre dann ein anderer Grund, die Zwei-Säulen-Strategie beizubehalten. Insgesamt könnte es in der Zukunft schwieriger werden, sich an den bislang gewohnten Zusammenhängen zu orientieren.

Wie eng wird der Zusammenhang noch sein zwischen Output-Gap und Inflation?

Wie müsste der Geldmengenzuwachs in einer Wirtschaft mit sich beschleunigendem Produktivitätswachstum kalkuliert werden?

Das alles sind schwierige Fragen, die noch keineswegs beantwortet werden können. Umso mehr muss die Geldpolitik wirtschaftliche Zusammenhänge mit Vorsicht interpretieren.

Wie schwierig dies im Einzelnen sein kann, zeigt die Diskussion um die amerikanische Geldpolitik. Möglicherweise erhöhen technologische Innovationen nicht nur das gesamtwirtschaftliche Angebot, sondern – vielleicht sogar mit zeitlichem Vorlauf – auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage.

Diese Nachfrageeffekte ergeben sich aus den verbesserten Anlagenträgermöglichkeiten. Sie treiben die Aktienpreisen hoch, erhöhen das Vermögen der Haushalte und deren Konsum. Im Ergebnis kommt es zu einer Überschussnachfrage, die inflationären Druck auslösen kann.

Auf der anderen Seite ist es ebenso denkbar, dass die Angebots-
die Nachfrageeffekte zeitweise dominieren. Dann ergeben sich
preisdämpfende Effekte.

Sicher ist wohl nur, dass der wirtschaftliche Wandel hin zu einer
Ökonomie mit größerem Produktivitätswachstum auch die
Geldpolitik vor neue Herausforderungen stellt.

VIII

Die Bundesbank selbst steht im Zentrum technologischer und
währungspolitischer Veränderungen. Die Eurowelt hat für die
Bundesbank ganz unmittelbare Konsequenzen. Die Gedankenlinie
von „New Money“ über „New Economy“ kann man durchaus bis zu
einer „New Bundesbank“ fortsetzen.

Die Übertragung der geldpolitischen Verantwortung auf den EZB-
Rat und das ESZB ist eine tiefe Zäsur. Allein der Präsident der
Bundesbank entscheidet im EZB-Rat mit. Er braucht dafür eine
starke Institution in seinem Rücken. Die Deutsche Bundesbank
spielt wie die anderen nationalen Notenbanken eine wichtige Rolle
im ESZB. Das gilt ganz besonders auch für die Vorbereitung
geldpolitischer Entscheidungen und die Durchführung der Politik.

Die Arbeit in den ESZB-Gremien verlangt zentralere
Leitungsstrukturen als bisher. Lange interne Abstimmungsprozesse
kann sich die Bundesbank nicht leisten, will sie auf allen Ebenen
weiterhin die Rolle spielen, die ihr eigentlich zukommt.

Unsere bisherigen Entscheidungsstrukturen sind noch föderal geprägt. Eine doppelte Ausrichtung auf die Regionen und auf Europa ist ein zu großer Spagat. Und ein Spagat macht unbeweglich. Die Expertenkommission unter Leitung von Karl Otto Pöhl hat ein einheitliches, aus zehn Mitgliedern bestehendes Leitungsorgan vorgeschlagen. Präsident und Vizepräsident sowie drei weitere Mitglieder des Vorstands sollen von der Bundesregierung, die anderen fünf vom Bundesrat vorgeschlagen werden. Der Vorschlag der Kommission weist zwar in die richtige Richtung. Aber er entspricht noch nicht einer Leitungsstruktur aus einem Guss, wie ich sie mir vorstelle.

IX

So stellt der wirtschaftliche Wandel in der Eurowelt an jeden seine spezifischen Anforderungen.

Ob der Wandel in Europa zu einem „dauerhaften Aufschwung wie in Amerika“ führt - wie das Wirtschaftsminister Müller neulich formuliert hat -, hängt entscheidend von unserer Reformfreudigkeit ab. Zu hoffen ist es allemal.

Ob die technologischen und wirtschaftlichen Antriebskräfte wirklich dauerhaft eine „New Economy“ in der Eurowelt erzeugen, bleibt abzuwarten.

„Schauen wir mal,“ könnte man jetzt sagen. Aber wir müssen auch aktiv dazu beitragen.

Sendesperrfrist:
12. September 2000, 17:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Wirtschaft und politische Rahmenbedingungen

auf dem Investment Dialog 2000 der GZ-Bank AG

in Frankfurt am Main

am Dienstag, 12. September 2000

Als vor etwa 150 Jahren das deutsche Genossenschaftswesen entstand, befand sich die Wirtschaft in einem ähnlich tiefgreifenden Umbruch wie in unseren Tagen. Revolutionär waren die Entwicklungen der Industrialisierung, der Verkehrssysteme und der Finanzwirtschaft. Revolutionär sind heute die Entwicklungen im Bereich der Informations- und Kommunikations-Technologie, in der Bio- und Gentechnologie und wieder in der Finanzwirtschaft.

Technische Neuerungen finden nicht im luftleeren Raum statt, sie beeinflussen Wirtschaft und Politik und ihr Verhältnis zueinander. Damals wie heute müssen Antworten auch auf soziale und gesellschaftliche Fragen gefunden werden.

„Wirtschaft und politische Rahmenbedingungen“ sind mehr denn je ineinander verzahnt. Ordnungspolitisch müssen der Wirtschaft stabile, verlässliche Rahmenbedingungen gesetzt werden, um die Planungssicherheit für die Wirtschaftsakteure zu erhöhen. Es besteht weithin Einigkeit, dass der Staat lediglich den Rahmen setzen soll, innerhalb dessen marktwirtschaftliches Handeln möglich ist. Das ist keine neue Erkenntnis.

Neu ist aber die Notwendigkeit; in langen Wirkungsketten zu denken. Mehr noch: Politisches Handeln erfordert vernetztes Denken, da zwischen den Politikbereichen und der Wirtschaft Interdependenzen bestehen.

Passend zum Thema der heutigen Veranstaltung „Medien, Logistik, Kommunikation“ möchte ich das am Beispiel der Entwicklung der dritten Generation der mobilen Kommunikation, des Universal Mobile Telecommunication Standard, ausführen. UMTS beeinflusst die Wirtschaft, die politischen Rahmenbedingungen und ihre Beziehungen zueinander auf vier Ebenen:

Erstens: Die veränderten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen in der Telekommunikation berühren direkt Entscheidungen von Unternehmen und Haushalten. Liberalisierung und Deregulierung erhöhen den Wettbewerbsdruck und führen auf betriebswirtschaftlicher Ebene zu Anpassungen. Mit Hilfe der modernen Telekommunikationstechnologien können die Unternehmen Transaktionskosten senken und ihre Produktivität steigern. Über sinkende Preise und steigende Produktqualität und -vielfalt profitieren auch die Verbraucher.

Zweitens: Die Einnahmen aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen werden – hoffentlich – zum Abbau der Verschuldung der öffentlichen Haushalte eingesetzt. Somit ist die Finanzpolitik berührt. Solide öffentliche Finanzen verbessern die Voraussetzungen für Preisstabilität und für ein starkes, nachhaltiges Wachstum. Dies wirkt sich positiv auf die Arbeitsmärkte aus. Wenn es zu einem Anstieg des Potentialwachstums kommt, muss die Geldpolitik dies berücksichtigen.

Drittens: Wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen sind in der globalisierten und vernetzten Welt keine nationalen Grenzen gesetzt. Zum einen ist eine enge und partnerschaftliche Kooperation auf internationaler Ebene notwendig, um umfangreiche technische Kompatibilitäts- und Sicherheitsstandards zu setzen. Zum anderen stehen auch Staaten als Gebietskörperschaften im internationalen Wettbewerb. Um den eigenen Unternehmen Vorteile zu verschaffen, haben einige Staaten diese Lizenzen ja praktisch verschenkt. Eine spezielle Form der internationalen Kooperation ist die Nachahmung. So wollen die Vereinigten Staaten, inspiriert von den hohen Einnahmen bei UMTS-Auktionen in Europa, ihre Mobilfunklizenzen auch versteigern.

Viertens: Verknüpfungen existieren zwischen den Wirtschaftssektoren. Die Entwicklungen in der Telekommunikation verändern Medien und Logistik gleichermaßen. Nachrichten werden in Windeseile um den Globus verbreitet. Neben Printmedien treten Online-Nachrichtendienste. Logistische Aufgaben können zeitnäher bewältigt werden. Durch just-in-time Lieferungen wird der Transportsektor berührt.

Im Ergebnis ist festzuhalten: An der Einführung eines einzigen neuen technologischen Standards setzt eine umfassende wirtschaftliche Wirkungskette an. Nicht nur eine Branche und ihre Nutzer sind betroffen, sondern alle Teilbereiche der

Wirtschaftspolitik werden tangiert und müssen entsprechend reagieren.

Mein Gebiet aber ist die Geldpolitik. Ich möchte mich deshalb im folgenden auf die makroökonomischen Politikfelder und ihre Interdependenzen zur Wirtschaft und zueinander beschränken.

II

Die Europäische Währungsunion ist seit dem 1. Januar 1999 die neue geldpolitische Rahmenbedingung im Euroraum. Das verändert viel für die Wirtschaft. Der Markt wird transparenter, der Wettbewerbsdruck erhöht sich. Gleichzeitig sinken aber auch Transaktionskosten. Die Geldpolitik liegt nicht mehr in nationaler Verantwortung, sondern ist auf eine supranationale Institution, das Europäische System der Zentralbanken, und im speziellen den Rat der Europäischen Zentralbank übergegangen.

Dagegen verbleiben wichtige Bereiche der Wirtschaftspolitik, einschließlich der Finanzpolitik, weiterhin in der Zuständigkeit der elf, bald zwölf, Teilnehmerländer. In der Wirtschafts- und Währungsunion gibt es keine nationalen Devisenmärkte mehr. Die Wechselkurse innerhalb des Euroraumes sind weggefallen.

Bei der Gestaltung der Geldpolitik sind die Mitglieder des EZB-Rates von politischen Weisungen – sowohl von nationalen als auch von europäischen Stellen – unabhängig. Sie handeln als „Hüter des Euro“, nicht als Wahrer nationaler Interessen oder Vertreter ihrer

Länder. Dies zeigt sich auch in dem Grundsatz, dass jedes Mitglied im Rat über eine Stimme verfügt.

In der Tat bestätigen Untersuchungen, dass geldpolitische Unabhängigkeit und Preisstabilität Hand in Hand gehen. Stabiles Geld ist eines der konstitutiven Merkmale einer Marktwirtschaft.

Für die praktische Umsetzung der Geldpolitik gilt der Grundsatz der Dezentralität. Die nationalen Notenbanken setzen die geldpolitischen Entscheidungen in ihren Heimatländern und gemäß den von der EZB erlassenen Vorschriften um.

Die Geldpolitik ist jedoch nicht isoliert zu sehen, sondern berührt in der Tat andere wirtschaftspolitische Aufgaben. Wegen dieser Interdependenzen kann die Geld- und Währungspolitik in Europa nur erfolgreich sein, wenn auch andere Politikbereiche ihr Scherlein beitragen. Die bestehende institutionelle Diskrepanz – Europäische Zentralbank mit einheitlicher europäischer Geldpolitik einerseits und nationale Finanz-, Sozial- und Arbeitsmarktpolitik andererseits – darf keine Reibungsverluste erzeugen.

Daraus folgt nicht die Notwendigkeit, andere Politikbereiche europaweit zu harmonisieren. Besser ist in jedem Falle die konsequente Ausrichtung an Wachstums- und Stabilitätszielen. In einigen Fällen benötigen wir sogar die nationale und regionale Differenzierung der Politikinstrumente. Flexibles Reagieren auf neue Herausforderung funktioniert z.B. in der Bildungs- und Arbeitsmarktpolitik am ehesten vor Ort.

III

Die Tragweite der Einführung des Euro bleibt jedoch nicht auf das Euro-Währungsgebiet beschränkt. Nach dem US-Dollar wird der Euro international am zweithäufigsten verwendet.

Der Erfolg des Euro als internationale Währung wird sich langfristig – nicht kurzfristig – auf den Märkten zeigen. Dabei spielt die Verwendung des Euro im privaten Sektor als Anlage- und als Emissionswährung eine bedeutende Rolle.

Als Emissionswährung kann der Euro bereits eine außerordentlich positive Bilanz vorweisen: Im vergangenen Jahr waren 39% der neu emittierten internationalen Anleihen in Euro denominiert, verglichen mit einem Anteil des Dollar von 43%. Im letzten Quartal 1999 überstieg die Bedeutung des Euro als Emissionswährung erstmals die Bedeutung des Dollar.

Demgegenüber weist der Dollar als Reservewährung weiterhin einen Vorsprung vor allen übrigen Währungen auf. Der genaue Anteil des Euro als internationale Reservewährung lässt sich aufgrund lückenhafter Daten noch nicht genau quantifizieren. Allerdings ist anzunehmen, dass sich der Vorsprung des Dollar verringern und der Euro aufholen wird. So deutete in der vergangenen Woche der Gouverneur der People's Bank of China eine stärkere Rolle für den Euro als Reservewährung an. Die Dominanz des Dollar als internationale Reservewährung, so der

Notenbankgouverneur, „sei angesichts der Größe der Volkswirtschaft der Eurozone nicht angemessen“.

Bedeutend ist der Euro auch als internationale Ankerwährung. Im Währungsregime zahlreicher Länder findet er einen festen Stellenwert.

Dies zeigt sich

- in Currency Boards (Bulgarien, Estland), die auf dem Euro basieren,
- in wechselseitigen Vereinbarungen im Rahmen des Wechselkursmechanismus II (Dänemark, Griechenland) sowie
- in informellen Wechselkursanbindungen an Währungskörben, denen der Euro angehört.

IV

Der neue geldpolitische Rahmen im Euroraum verändert die Wirtschaft und ganz besonders die Geld- und Kapitalmärkte. Der Euro wirkte als Katalysator bei der Entwicklung und Integration der Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet.

Zu den wichtigsten Veränderungen, die an den Finanzmärkten eingetreten sind, zählt insbesondere das rasche Zusammenwachsen der nationalen Geldmärkte im Euroraum. Die großen Banken handeln europaweit und beschleunigen insbesondere die Integration der Geldmärkte, wozu auch das Instrument der Repogeschäfte beigetragen hat.

Für die gewerbliche Wirtschaft ist die sich wandelnde Finanzierungsstruktur bedeutsam. Auch der heutige „Investment Dialog“ kann als Beleg dafür genommen werden. Die Finanzierungsstruktur des Euro-Währungsgebietes ist trotz zahlreicher gegenwärtig zu beobachtender Veränderungen immer noch eher bankenorientiert. So hatten die Bankkredite 1999 gemessen am BIP einen leicht höheren Anteil als die Finanzierung über die Emission inländischer Schuldverschreibungen.

Allerdings verschiebt sich die Finanzstruktur im Euro-Währungsgebiet – nicht zuletzt durch den Euro – in Richtung Wertpapier- und Kapitalmarktorientierung. Damit werden die Strukturen auf den internationalen Finanzmärkten einander ähnlicher.

Die Aktienmarktkapitalisierung des Euro-Währungsgebietes stieg Ende Dezember 1999 auf über 5,5 Billionen Euro. Dies bedeutet eine Zunahme von gut 60% auf etwa 90% des BIP im Verlauf eines Jahres. Die Zunahme ist zum einen auf den Anstieg der Aktienkurse zurückzuführen, zum anderen resultiert sie aus einer stetigen Zunahme der an den Börsen des Euroraumes notierten Unternehmen. In den nächsten Tagen z.B. geben fünf neue Unternehmen ihr Debüt am Neuen Markt.

Die Zahl der Aktionäre oder Aktienfondsbesitzer ist im deutschen Wirtschaftsraum bedeutend gestiegen. Nach einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts halten mittlerweile mehr als elf Millionen

Deutsche direkt oder indirekt Aktien. Noch sprunghafter nahm die Zahl der Aktienfondsbesitzer zu: von 1997 bis 1999 hat sich ihre Zahl mehr als verdoppelt.

Trotz aller Fortschritte gilt Deutschland im Vergleich mit anderen Industrieländern immer noch nicht als Land der Aktionäre. Der Anteil der direkten Aktienbesitzer an der Bevölkerung ist beispielsweise in den Vereinigten Staaten, in Großbritannien und in Schweden deutlich höher.

Die Börsenlandschaft in Europa ist noch außerordentlich zersplittet. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten, wo der Hauptteil des Geschäfts von der NYSE und der NASDAQ abgewickelt werden, gibt es derzeit 15 nationale Aktienbörsen im EU-Raum.

Fundamentale Differenzen zwischen diesen bestehen in den rechtlichen Rahmenbedingungen, in ihrer regionalen Rolle, in der Unternehmensfinanzierung und in der Aktionärsstruktur.

Die beabsichtigte Fusion der beiden größten Börsen Europas, der Deutsche Börse AG mit der London Stock Exchange, wäre schon ein Schritt zur Konsolidierung der europäischen Kapitalmärkte. Doch ganz abgesehen von der zwischenzeitlichen Intervention der OM Gruppen sind wichtige Fragen ungelöst oder strittig. Das sind Fragen der rechtlichen und technischen Vereinbarkeit, aber auch die kaum abzuschätzende Frage der künftigen Marktbewegungen und der sie bestimmenden Faktoren. Nicht zuletzt spielen psychologische Elemente eine besonders wichtige Rolle.

Im Bankensektor gehören Fusionen – oder zumindest Diskussionen über solche – schon lange zum Tagesgespräch. Ein Beispiel für eine erfolgreiche und noch relativ junge Allianz ist die GZ-Bank AG. Am 14. Juli diesen Jahres wurde die Hochzeit der SGZ-Bank AG, Frankfurt/Karlsruhe, mit der GZB-Bank AG, Stuttgart, durch Eintragung in das Handelsregister rechtskräftig.

Nationale Fusionen sind aufgrund einheitlicher rechtlicher Regelungen zum Gesellschafts- und Steuerrecht – trotz der sicherlich zahlreich bestehenden Klippen – leichter realisierbar als grenzüberschreitende – und dennoch ein Kraftakt. Eine Harmonisierung des Gesellschaftsrechts und anderer rechtlicher Rahmenbedingungen im Euroraum ist daher einem Abbau von Diskrepanzen auf den Finanzmärkten förderlich.

Insgesamt beobachten wir eine – auch durch die einheitliche Währung – begünstigte Entwicklung zu mehr Kapitalmarktkultur. Sie findet ihren Ausdruck in der steigenden Zahl von Wirtschaftspublikationen, Fonds-Beratern und Online-Informations-Brokern und anderen. Nie haben sich so viele Menschen für Dax, Wechselkurse und Inflation interessiert wie heute.

Vielleicht führt das auch zu einer Akzeptanz eines Schulfaches „Wirtschaft“ in den allgemeinbildenden Schulen. Die Mündigkeit des Bürgers nimmt gerade in der Finanz-, Geld- und Wirtschaftspolitik zu. Er wird kritischer, und die Politik muss sich dem stellen.

V

In Deutschland wie im Euro-Raum sind wir in der Finanzpolitik in letzter Zeit spürbar vorangekommen. Geringere Haushaltsdefizite und sinkende Schuldenlasten tragen dazu bei, Inflationserwartungen niedrig zu halten. Dadurch wird die Aufgabe des Eurosysteams, Preisstabilität zu gewährleisten, unterstützt.

Die in diesem Sommer beschlossene Steuerreform ist die wichtigste Rahmensexzung für Deutschland seit Jahren. Und sie hat Bedeutung darüber hinaus. Wir dürfen nicht übersehen, dass wir als größte Volkswirtschaft in der EU in einer besonderen Rolle sind – bestenfalls sogar in einer Vorbildrolle.

Diese haben wir z.B. mit der breit angelegten deutschen Steuersenkung für Unternehmen und Haushalte wahrgenommen. Die Steuerentlastung, die im nächsten Jahr rund ein Prozent des BIP ausmacht, muss zunächst einmal wirken.

Aktuell fordern einige, auf die Marktentwicklung beim Rohöl mit Steuersenkungen zu reagieren. Dadurch würde aber das Defizit wieder erhöht. Dies wäre die falsche Antwort. Denn auch die bisherige Reduktion des Haushaltsdefizites ist mehr konjunkturell bedingt denn als Ergebnis einer strukturellen Konsolidierung zu werten.

In einer Währungsunion zwischen souveränen Staaten erhalten Argumente für einen verantwortungsvollen Kurs in finanzpolitischen

Fragen ein noch größeres Gewicht. Durch den Wegfall des Wechselkurses fehlt nämlich ein Preis, um die Besorgnis der Märkte über eine fehlgeleitete nationale Finanzpolitik zu signalisieren. Es besteht also die Gefahr, dass sich die nationalen Haushaltsdefizite innerhalb einer Währungsunion ausweiten. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt soll dem entgegenwirken.

Die Finanzpolitik steht in Wechselwirkung zu den Systemen der sozialen Sicherung. Die demographischen Verschiebungen im Europa werden Auswirkungen auf die Alterssicherungssysteme haben. Hier besteht erheblicher Handlungsbedarf.

In den EU-Ländern wird sich die Bevölkerung im Alter von 65 Jahren und älter in Relation zur Bevölkerung zwischen 15 und 64 Jahren bis 2040 mehr als verdoppeln – und zwar auf 48% (Eurostat-Prognose).

Der Finanzierungsbedarf der Alterssicherungssysteme wird signifikant zunehmen. Eine Finanzierung zulasten öffentlicher Defizite und Schuldenstände würde sich negativ auf die mittelfristigen Stabilitäts- und Wachstumsaussichten auswirken. Die gegenwärtigen Altersversorgungssysteme sollten deshalb ergänzt werden durch eine stärkere Kapitaldeckung und Elemente einer privaten Altersvorsorge.

Neben finanzpolitischen Fragen und Fragen der sozialen Sicherung steht als weiterer Politikbereich besonders der Arbeitsmarkt im Zentrum des Interesses.

Die Lage auf den europäischen Arbeitsmärkten bessert sich. Die Zahl der Arbeitslosen ist in Deutschland im August saisonbereinigt auf 3,87 Millionen gesunken. Das sind 245.000 weniger als ein Jahr zuvor. Die Zahl der offenen Stellen betrug im August diesen Jahres 524.000; das sind 62.000 mehr als ein Jahr zuvor. Besonders erfreulich ist die wieder stärkere Nachfrage nach Arbeitskräften im gewerblichen Bereich. Wir alle wissen, Flexibilität hin oder her, nicht jeder Arbeitslose lässt sich zum IT-Fachmann umschulen.

Weiterhin erfreulich ist, dass auch die Chancen für ältere Arbeitslose, einen Arbeitsplatz zu finden, gestiegen sind.

Doch dürfen wir ob der guten aktuellen Entwicklung die strukturellen Probleme auf dem Arbeitsmarkt – gerade in Deutschland – nicht übersehen. Das Augenmerk ist vor allem darauf zu richten, Arbeitskräften mit unterdurchschnittlicher Produktivität den Eintritt in die Arbeitswelt zu ermöglichen. Dies berührt Fragen der Ausgestaltung des Übergangs von der Sozialhilfe in niedrig bezahlte Arbeitsverhältnisse. Die offensichtliche „Anreizlücke“ ist mitverantwortlich für die im internationalen Vergleich mit 2,5% des BIP-Wachstums hohe Beschäftigungsschwelle in Deutschland.

Auch die Europäische Kommission weist in einem Bericht darauf hin, dass die Beschäftigungspolitik in Deutschland noch zu zaghaft angegangen wird. Die überdurchschnittlich hohen Abgaben auf Löhne und Gehälter werden als ein großer Mangel auch der deutschen Arbeitsmarktpolitik gewertet.

Die „Green Card“-Initiative weist auf erhebliche Diskrepanzen auf dem Arbeitsmarkt hin. Die Probleme des Arbeitsmarktes sind zum Teil auch im Bildungssystem – einschließlich der beruflichen Bildung und der Hochschulen – mit verursacht.

Investitionen in die Köpfe oder neu-deutsch: in die Brainware, die Fähigkeit, Informationen auf den Information-Highways aufzuspüren und auszuwerten, sind aber letztendlich das Zukunfts- und Wohlfahrtspotential in einer wissensbasierten Wirtschaft.

Das frühzeitige Erlernen des Umgangs mit den neuen Medien beispielsweise durch Vernetzung von Schulen etc. reicht aber nicht aus. Alle Altersgruppen und alle Bevölkerungsgruppen müssen in einen ständigen Prozess des Lernens einbezogen werden.

Zukunftsvisionen malte vor kurzem der Direktor des Instituts für künstliche Intelligenz am MIT (Massachusetts Institute of Technology) aus. Man werde in der Lage sein, „einen direkten Informationsfluss zwischen Nervensystemen und Computern herzustellen.“ Direkte neuronale Implantate kabelloser Internet-Verbindungen würden dem Menschen eingesetzt werden. Durch die Verbindung von Gentechnologie und Computerwissenschaft stünde der Beginn einer weiteren industriellen Revolution bevor. Ob wir dies glauben müssen, vermag ich als Zentralbanker allerdings nicht zu beurteilen. Ebenso wenig weiß ich, ob wir uns das wünschen sollen.

Marktgerechtere Bildung und Ausbildung ist allerdings nicht nur im IT-Bereich anzustreben. Es gibt in einigen Branchen einen hemmenden Mangel an Fachkräften, der nicht schnell zu beseitigen sein wird.

Wie kann das Bildungssystem flexibler werden? Nutzen wir doch den Markt bzw. marktwirtschaftliche Mechanismen, um das ganze System flexibler zu machen.

Auch im Bildungssystem brauchen wir Wettbewerb und Preissignale, die vom Markt gesetzt werden.

VI

Zu den politischen Rahmenbedingungen für die Wirtschaft zählen auch institutionelle Fragen wie die derzeit diskutierte Strukturreform der Deutschen Bundesbank.

Die Verantwortung für die Geldpolitik trägt ja nun der Rat der Europäischen Zentralbank. Damit gehört die Bundesbank de facto nicht mehr unmittelbar zu den Hauptakteuren der Geldpolitik – sie ist aber weiterhin eine geldpolitische Mitspielerin. Sicher, die wirtschaftspolitische Lage muss weiterhin sorgfältig analysiert und erörtert werden. Dies dient aber jetzt der Vorbereitung von geldpolitischen Beschlüssen im EZB-Rates allgemein und der Vorbereitung des Präsidenten der Deutschen Bundesbank im besonderen.

Die Bundesbank stellt ihr Wissen in ihren Publikationen der Öffentlichkeit zur Verfügung. Wie seit Gründung der Bank deutscher Länder vor über 50 Jahren wird die Bundesbank auch in Zukunft ihre Rolle als geld- und währungspolitische „Denkfabrik“ ausfüllen.

Die bisherige Struktur der Bundesbank hatte das Ziel, im geldpolitisch verantwortlichen Gremium – dem Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank – eine Vielfalt geldpolitischer Meinungen durch Persönlichkeiten von unterschiedlichen Auffassungen und politischer Provenienz zu gewährleisten. Daher wurden auch die Präsidenten der Landeszentralbanken nicht nur mit geldpolitischer, sondern auch mit organisatorischer Unabhängigkeit und Eigenständigkeit ausgestattet.

Heute aber fasst der Zentralbankrat keine geldpolitischen Beschlüsse mehr. Die Aufgaben der Bundesbank haben sich gewandelt. Sie tritt auf den Gebieten Bargeldversorgung, Refinanzierung, Zahlungsverkehr und Schuldenmanagement als Dienstleister für Kreditinstitute und den Bund auf. Sie ist oft Monopolanbieterin und muss sich daher besonders bemühen, effiziente und kostengünstige Leistungen zu erbringen. Hohe Kosten mindern auf Dauer den Bundesbankgewinn, der dem Bundesfinanzminister überwiesen wird.

Der Einfluss der Länder auf ein einheitliches Führungsgremium der Bundesbank kann – ähnlich wie beim Richterwahlaußschuss – auch weiterhin gewährleistet werden. Ich setze mich jedoch dafür ein,

dass die Deutsche Bundesbank ein Leitungsorgan an einem Ort und aus einem Guss bekommt.

Das ESZB braucht starke Notenbanken. Die Bundesbank muss ihr ganzes Gewicht in die europäische Geldpolitik einbringen. Einen umständlichen internen Abstimmungsprozess kann sie sich nicht länger leisten. Nach meinem Selbstverständnis kann sie sich in drei Richtungen profilieren, nämlich als

- „Geldpolitische Institution“ im ESZB
- „Denkfabrik“ für geld- und währungspolitische Fragen
- „Dienstleisterin“ für die Kreditwirtschaft und die öffentliche Hand.

VII

Politik, und dies gilt für alle Teilbereiche, muss die Veränderungen im makroökonomischen Umfeld genau beobachten.

Die EZB realisiert dies im Rahmen ihrer Zwei-Säulen-Strategie. Auch der jüngste geldpolitische Beschluss der EZB vom 31.August basiert auf der Beobachtung der zwei Säulen. Mit dieser vorsichtigen Zinserhöhung soll Gefahren für die Preisstabilität begegnet werden.

Es zeigt sich erneut, dass der EZB-Rat eine vorausschauende stabilitätsorientierte Geldpolitik betreibt. Der Binnenwert des Euro erweist sich nun auch im zweiten Jahr seines Bestehens als

außerordentlich fest. Mit jedem Monat eines zunehmenden Track Record der EZB kann damit Vertrauen aufgebaut werden.

Der EZB-Rat hat nach seiner Sitzung aber auch darauf hingewiesen, dass sowohl solide öffentliche Finanzen als auch weitere strukturelle Maßnahmen zur Erhöhung der Flexibilität an den Arbeits- und Gütermärkten der Schlüssel für einen anhaltenden Anstieg des Wachstumspotentials im Euroraum sein werden.

Darin liegt auch der Schlüssel für die Debatte um die Höhe des Euro-Außenwertes. Die Geldpolitik wie die gesamte Wirtschaftspolitik in der Euro-Zone haben ein fundamentales Interesse an einem starken Außenwert des Euro und halten den gegenwärtigen Kurs fundamental nicht für gerechtfertigt.

Die fundamentalen Daten sprechen für ein Aufwertungspotential des Euro. Entscheidend sind die Wachstumsaussichten. Sie sind gut, aber wir haben auch noch einige Hausaufgaben zu erledigen, um sie zu verbessern.

VIII

Lassen Sie mich ein Resümee ziehen. Die politischen Rahmenbedingungen waren selten so gut wie heute.

Der Wettbewerbsdruck durch die Vertiefung des europäischen Binnenmarktes und durch die Globalisierung forciert Qualitätsverbesserungen und dämpft den Preisanstieg.

Liberalisierung und Deregulierung setzen auf einigen Märkten
enorme Kräfte frei.

Der durch den Euro erweiterte Kapitalmarkt sowie die „Entdeckung“
des Kapitalmarktes durch Anleger und Unternehmer schaffen
Chancen für unternehmerisches Engagement. Neugründungen
schießen aus dem Boden. Junge ideenreiche Menschen haben gute
Startvoraussetzungen.

Dazu gehört allerdings auch das Risiko eines Fehlschlages. Wir tun
gut daran, jungen Unternehmern, die auch mal eine Pleite erlebt
haben, nicht den Respekt zu verweigern. Wir brauchen Menschen
mit Risikobereitschaft und wir lernen hoffentlich auch aus
Fehlschlägen.

Die Entschlossenheit von Regierung und Opposition zu einer
Konsolidierung des Staatshaushaltes ist glaubhafter denn je.
Reformen in der Rentenversicherung scheinen in Richtung eines
größeren Anteils der Kapitaldeckung und stärkerer privater Vorsorge
zu laufen. Wenn ich es recht sehe, sollte auch auf diesem Gebiet
eine politische Einigung möglich sein.

Im Bildungsbereich werden – auf Länderebene bzw. auf der Ebene
einzelner Universitäten und Bildungseinrichtungen – vermehrt neue
Modelle erprobt und eingeführt. Das Ziel einer bedarfsgerechteren
Bildung und Ausbildung wird allgemein anerkannt.

Die letzten Tarifabschlüsse tragen die Handschrift einer maßvollen und beschäftigungsfreundlichen Politik.

Deutschland profitiert auch von den europäischen Nachbarstaaten, die grundsätzlich in die gleiche Richtung gehen. Noch nie gab es in Europa einen solchen Gleichklang im Verständnis des Wirtschaftsprozesses und der Rolle der Politik.

Zu den sich verbessernden politischen Rahmenbedingungen kommt eine konjunkturell günstige Situation. Die Realzinsen im Euro-Raum sind unverändert investitionsfreundlich. Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum wie in der Weltwirtschaft sind gut. Nach OECD-Schätzungen wird das Wachstum des realen BIP in den OECD-Ländern in 2000 vier Prozent und im nächsten Jahr 3,1 % betragen.

Die Schätzungen für die USA belaufen sich für 2000 auf 4,9 % und im nächsten Jahr auf 3 %. Das Wachstum im Euro-Raum dagegen wird in 2000 auf 3,5 % und für nächstes Jahr auf 3,3 % geschätzt. Die Schätzungen der Inflationsraten dagegen liegen für den Euro-Raum bei 1,9 in diesem und 2 % im nächsten Jahr.

Nach diesen Prognosen kann das Wachstum im Euro-Raum bei gewahrter Preisstabilität dasjenige in den USA überholen.

In dieser günstigen Situation müssen die Chancen ergriffen werden, um weitere Reformen durchzuführen. Denn eine wachsende Wirtschaft eröffnet Verteilungsspielräume, die Reformen erleichtern.

Die Richtung habe ich skizziert, und sie ist nicht neu: flexiblere Arbeitsmärkte, marktgerechtere Bildung und Ausbildung, Senken der Abgabenlast. Nur die richtigen, flexibleren politischen Rahmenbedingungen werden auch aus unserer Volkswirtschaft eine „new economy“ machen.

Der Außenwert des Euro zeigt nun aber, dass es an den Märkten noch letzte Zweifel am Erfolg dieser Anstrengungen gibt. Wir dürfen daher nicht nachlassen, die Modernisierung von Wirtschaft und Politik voranzutreiben – die Reform der Bundesbank eingeschlossen. Und wir sollten zugleich unser Licht nicht unter den Scheffel stellen, dort wo Erfolge vorzuweisen sind. In diesem Punkt haben wir auch manchmal Defizite.

Hohes Wirtschaftswachstum, Zunahme der Beschäftigung bei niedrigen Inflationsraten und ein erfolgreicher Euro werden der Lohn für die Anpassung unserer politischen Rahmenbedingungen an die Erfordernisse der Wirtschaft des neuen Jahrhunderts sein. Ich meine, es lohnt sich.



Embargo
September 19, 2000, 9:00 a.m. (CET)

Deutsche Bundesbank

Dr Jürgen Stark
Deputy Governor
of the Deutsche Bundesbank

German Financial Markets: Meeting the Challenge

Speech to be held at the Euromoney Conference

in Frankfurt am Main

on Tuesday, September 19, 2000

1. It was the Greek philosopher Heraclitus who said *panta rhei* – that everything is in flux, like a river. No one steps into the same river twice. All things are subject to change and in constant flow. But it makes a very big difference which river you step into - the gently flowing Main-river, for example, or the headwaters of the Rhine-river. As far as the financial markets are concerned, there is much to indicate that we are caught up in a raging mountain river which is digging a new bed after heavy thundery rain.

During the past few years, individuals, enterprises, markets, institutions and governments have been up against a raging current of change in the conditions under which they operate. Remaining passive in the face of such a development is fatal. It is imperative to take an active role in shaping those conditions or, at least, to look ahead and adapt to the given circumstances.

In this situation, it is the primary task of the legislature to set the underlying statutory and regulatory conditions which enable legal certainty, equal opportunity and competition to prevail on the markets – not just nationally, but internationally too. Examples of this to be cited for Germany are the implementation of EC directives on capital market liberalisation, the construction of an efficient securities trading supervision, the planned extensive reform of legislation governing stock exchange transactions and – probably of greatest significance at the moment – the recent tax reform.

It is up to market organisers and market players to create efficient market structures and offer products that hold out the promise of sustained profits within the given statutory framework in line with the pursuit of their individual business. Instances of this are the emergence of new stock markets and stock market segments, and the creation of a large number of derivative instruments.

Following the establishment of the European Central Bank (ECB), the Bundesbank is now an integral part of the European System of Central Banks (ESCB). The Bundesbank participates in the performance of the ESCB's tasks with the primary objective of maintaining price stability, and arranges for the execution of domestic and international payments. Price stability and a functionally viable financial market structure are the preconditions which permanently have to be ensured so that there can be efficiency in financial transactions. In turn, efficient financial markets are the indispensable medium for a predictable and rapid transmission of monetary policy measures. Seen in that light, monetary policy and efficient financial markets are in a symbiotic relationship.

Although the Bundesbank cannot, on regulatory grounds, take on the role of moderator - or even promoter - for the financial centre that some market players would like, it is, in fact, always ready to give active support as an advisor and initiator. The modernisation of German debt management or the customer-friendly ECB minimum reserve arrangements are illustrations of

that. The fact that monetary policy has been transferred to the European Central Bank allows the Bundesbank to attend more than before to the continued strengthening of the competitiveness of the financial markets in Germany.

2. A radical transformation is taking place in the financial sector, driven by the "mega trends" of globalisation, deregulation, innovation and the use of new technologies. In this connection, the trend has been strengthened by the introduction of the single currency in Europe. Securitisation was already one of the dominant trends in the early and mid-nineties. The adoption of the euro has now brought about a further surge in securitisation and given an additional boost to disintermediation. For the German credit institutions, the euro means that they no longer have the competitive advantage of the D-Mark, whereas for others it means that they no longer face the "D-Mark home currency" barrier to entering the market. Competition is becoming more and more intense within Europe and globally. Increasingly, credit institutions not only have to withstand growing competition from other banks but are also competing to a greater extent with insurance enterprises, investment and pension funds as well as on-line brokers - in some cases even from within their own groups.

The response to such developments can basically be either consolidation or specialisation. Consolidation – even if only at the national level – is not an easy undertaking. The past failed attempts of the big German banks to merge in a range of

combinations illustrate how difficult it is to bring together different corporate cultures and strategies. It may be that the favourable tax treatment of capital gains from the sale of domestic participating interests from 2002 will provide new impetus for mergers. Another possibility is cross-border consolidation in Europe with the involvement of German institutions. However, irrespective of the Common Market and EMU national interests have often stood in the way of cross-border activities. It is also often argued in this context that, because of the comparatively strong competition as a result of the density of banks' branches, the majority of German credit institutions are generally – but especially in retail banking - not profitable enough. To counter such criticism and create the conditions for cross-border consolidation, further streamlining of the branch network and the increased use of new technologies therefore seem inevitable.

3. The introduction of the euro created the essential precondition for the development of a large supranational euro capital market. The fragmentation into national capital markets - particularly bond markets - which was essentially due to the existence of different currencies and the resulting interest-rate differentials, can admittedly still be felt. But, under the influence of competition, the previously national markets are increasingly merging and gradually losing their special features. The immediate conversion of government issues into euro and the large degree of harmonisation in market conventions have played a major part in the market becoming more homogeneous.

For a variety of reasons, the emergence of a completely uniform European bond market will scarcely be possible. Despite a greater degree of coordination, the fiscal, economic and social policies of the participating countries will, for the present, remain a national responsibility.

That is likewise true of government debt management with its significant repercussions for the capital markets. Differences in financial standing, liquidity and issuing procedures, and the varying efficiency with which the cash, futures and repo markets interact in the individual countries will ensure yield differentials in the case of issuers and issues in the medium term as well.

In that respect, the Federal Government is in a favourable position. Even after losing the competitive advantage of the D-Mark, it has remained the benchmark issuer and is able to borrow at the comparatively lowest cost. For that reason, the Federal Government – quite apart from the fundamental legal reservations against a communitisation of debt management – should hardly be interested in communitised borrowing under the umbrella of a European debt agency. As experience of the German *Länderjumbos* shows, its financing costs might tend to rise. What should also not be overlooked is the fact that competition among the individual countries for the lowest possible financing costs has a healthy influence on budgetary policy and the efficiency of issuing policy.

If the debt agency that is planned by the Federal Minister of Finance does come about - despite many reservations, not least on part of the Bundesbank -, I hope it will be able to maintain or even build on the present strong position of the Federal Government as an issuer. The Bundesbank is ready to work together with the debt agency, to bring its expertise to bear and, in particular, to provide all the operational banking services for it. This would also signal to the markets that setting up the debt agency does not imply any abrupt paradigm change in debt management. That applies especially to any apparently politically motivated stronger short-term orientation in borrowing.

4. Non-government issuers, too, have successfully adapted to the new underlying conditions. Mortgage banks regularly put "jumbo mortgage bonds" on the market, and place them successfully with foreign investors as well. The issuers are thereby making use of the fact that institutional investors in Europe are gearing their portfolios more and more to euro-area-wide investment. "Exporting" mortgage bonds means that the idea of long-term fixed-rate real estate financing is also being exported. I believe this to be a good thing since it promotes the stability of the financial system in Europe.

Despite several signs of becoming more popular, domestically issued corporate bonds continue to lead a somewhat neglected existence in Germany. Above all, because one-half of paid interest on permanent debts is included in trade earnings, German enterprises are prompted to issue bonds through foreign

financing vehicles. Abolishing that regulation would be desirable but would probably be realistic only in connection with the abolition or reorganisation of trade tax as such.

Overall, the "corporate bonds" sector is growing sharply in Germany – as it is throughout the euro area. Lower government deficits - which are made possible by higher tax revenues, the auctioning of mobile telecommunications licences, privatisations as well as a consistent course of limiting expenditure, are creating scope for corporate financing through the bond market. Institutional investors appreciate the enhanced opportunities of portfolio diversification, which bring with them not only higher yields but also greater risks.

5. There has been a clear improvement in the "share culture" in Germany over the past few years. Large, broadly spread issues, such as those of Telekom or of t-online, have played a part in that in the same way as the extremely successful development of the "Neuer Markt" as a new stock market segment for young high-growth enterprises. The frequent claim that German investors are risk-shy and prefer fixed-yield paper has been emphatically refuted over the past few years. The - in some cases -meteoric price increases on the "Neuer Markt" have, if anything, given rise to the fear of widespread euphoria leading to a lack of discernment. The more reflective mood that has now set in is only to be welcomed in the interests of a favourable market development in the longer term.

The number and market capitalisation of listed German public limited companies have made great advances in the past few years:

- At the end of 1995, 527 enterprises achieved a market value equivalent to € 575 billion,
- At the end of 1999, the figure was already 933 enterprises with a market value of € 1,426 billion.
- Measured in terms of GDP, market capitalisation is now at 68 % compared with 24 % at the end of 1995. This means that Germany is still in a lower mid-table position among the industrial countries. There exists potential for further growth.

6. The European stock market landscape is still distinctly fragmented with a large number of market models, trading and settlement systems. Mergers and close cooperation are inevitable if one wishes to approach the ideal of the perfect market by means of pooling liquidity and lowering transaction costs. The Deutsche Börse AG recognised that fact at an early stage and took the lead in that development. In the "contest of the systems" between "open outcry" and electronic trading in the futures market, it was consistent in opting for the electronic alternative and thus decided the competition for the Bund Future – the capital market contract which currently has the highest turnover – in its own favour.

Generally, it seems that the triumphant progress of electronic trading systems – whether it be stock exchange or OTC trading –

is irresistible. Not being bound to a single location, transparency and low transaction costs are major advantages.

Not all Deutsche Börse AG's plans and projects have been realised. Who ventures much will also lose sometimes. But who ventures nothing will never gain. As someone said in a recent discussion with German banks: "There are no failed experiments. There are only experiments with unexpected outcomes."

It is not just for monetary policy reasons that the Bundesbank is interested in efficient financial markets and therefore also in efficient trading and settlement systems. As the fiscal agent for the Federal Government, the Bundesbank is also a major market player in on-the-floor bond trading in the stock market and in Xetra bonds. The Federal Government and the Bundesbank have been following Deutsche Börse AG's plans for Eurex bonds as a successor system for Xetra bonds from the outset and, a few weeks ago, decided on active participation. The Federal Government and the Bundesbank have declared their expectation that the system will be open to a wide range of participants. In this connection, I hope that Deutsche Börse AG soon succeeds in the intended linking of the cash, futures and repo markets and that it can successfully hold its own in competition with other electronic bond trading systems.

7. Germany sometimes has difficulties with reforms. In a federally structured state with numerous strong interest groups, that comes as no surprise. It is therefore all the more gratifying to

state that - despite all the criticism of specific points - a tax reform has been initiated which deserves the name. The tax reform will bring about a crucial improvement in the conditions for economic activity in Germany. It will mean a considerable easing of the burden on enterprises and households and create planning certainty for the medium term. The fact that capital gains from sales of domestic participating interests are to be exempt from tax in the case of incorporated enterprises will make the - in some cases - overdue restructuring of German groups much easier. With the lowering of corporate tax rates, Germany will in future occupy a competitive mid-table position in international terms.

What is a problem, however, is that the reform will create further competitive distortions owing to retained profits being given preferential treatment over the distribution of dividends by incorporated enterprises, and other sources of taxable income. This will weaken the steering function of the capital markets. What will prove to be a particular drawback for the financial centre Frankfurt is the planned tax prohibition on offsetting losses arising from share derivatives against profits from the underlying shares. Here, a better solution should be found. Another justifiable point of criticism is the continued failure even to make a start on simplifying the highly complex German tax system. Tax consultancy is still going to be a growth industry in Germany.

Despite all the satisfaction about tax relief measures, we should not overlook the fact that the tax burden will still be quite high in Germany, which means that Germany has to maintain a consistent course of fiscal consolidation. Excluding the receipts from the mobile telecommunications licences, the fiscal balance in 2000 will show only a slight improvement despite much higher tax revenues. In the coming year, the structural deficit will increase significantly. In other words: further reductions in expenditure are required in order to create scope for lower taxes.

8. Maintaining and enhancing Germany's overall competitiveness – and certainly not just the competitiveness of its financial markets – is an ongoing task. International investors are looking to how Germany, as Europe's largest economy, copes with changed underlying conditions. Much has already occurred or been set in motion in Germany, such as the privatisation of former public enterprises together with market liberalisation and deregulation in such important areas as telecommunications and the post services, or price liberalisation in electricity.

What still has to be done is the reorganisation of our social systems in line with foreseeable demographic developments. The basic features of the statutory pension scheme reform presented by the Federal Government would contribute to distributing the demographically induced burdens more equally between the present and future generations of pensioners, but consideration should continue to be given to raising the actual

retirement age. The envisaged capital-backed supplementary pension would also place the funding of old-age provision on a broader foundation.

What is also needed is to make our labour markets more flexible with the aim of reducing unemployment, which is still very high. That would also be an essential condition for bringing down non-wage labour costs - which are extremely high by international standards - in a systemically appropriate manner.

Regrettably, the reforms that have already been implemented or are planned in Germany as well as in other European countries have received scant attention up to now outside of Europe. The markets obviously lean towards an asymmetrical view of things, with matching consequences for the external value of the euro.

9. In conclusion, I would like to say a few words on our own behalf. The establishment of the ECB has created a new level of decision-making in the monetary policy of the countries in the euro area. The Bundesbank is now part of the European System of Central Banks (ESCB). This means that the Central Bank Council no longer has the power to decide monetary policy.

What is necessary under the new conditions is to have a uniform management body located in Frankfurt. This would mean that the provision of Bundesbank services to the regions is not jeopardised.

The independence of the ECB and of the national central banks within the ESCB is a key feature of European monetary policy. The "de-nationalisation" which this achieved was desired by all of member states and explicitly recognised by the signing of the Maastricht Treaty, which was unanimously approved by the second chamber of the German parliament representing the *Länder* or regions, the *Bundesrat*. Monetary policy can only be "de-nationalised", however, if national aspects no longer play a role in the assessment of monetary policy. That applies all the more to specific regional aspects.

The Bundesbank is ready to adjust. During the past few weeks and months, the President of the Bundesbank has repeatedly pushed for the necessary measures of reform. As a member of the ECB Governing Council, he is aware of what kind of reforms are needed. That is not so in the case of proposals that have recently been put forward elsewhere, which, by contrast, appear to be short of the basic information about how the ESCB operates. Tackling the reform of the Bundesbank now with all speed and setting a clear course is something that undoubtedly requires political courage. The Bundesbank's ability to reform - something which the Bundesbank itself desires - is, however, indicative of the "reform-ability" of Germany as a whole. This, in turn, lies in the hands of the politicians. We are waiting for good and forward looking political decisions.

* * *



Embargo:
28. September 2000, 14:00 Uhr MESZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Ansprache zur Konferenz "Recent Developments in Financial
Systems and their Challenges for Economic Policy: a European
Perspective"**

in Frankfurt am Main

am Donnerstag, 28. September 2000

I.

Ladies and Gentlemen,

Welcome to Frankfurt, and welcome to our conference. I am delighted to see that so many of you have been able to take up our invitation.

I am glad to announce distinguished members from international institutions; most of all from the Bank for International Settlement (BIS), which is co-organising this conference with the Bundesbank, but also from the IMF.

In addition, I have the pleasure to welcome colleagues from central banks in the United States, Japan, and obviously from Europe, who will present their views.

Further, we are happy to have several speakers from the private financial sector. And last, but by no means least, from academe.

Bankers certainly understand the same kind of language. So let me say: I hope your attendance here, seen as an investment, will yield you a decent return.

In opening this conference, I would like to stress that this is the first time that the Bank for International Settlements and the Deutsche Bundesbank have co-hosted such an event. What is more, here in Frankfurt, the “capital of the euro”, if I may say so.

There are, of course, good reasons for this venue. The perception is becoming increasingly accepted that central banks also have a mandate to ensure the stability of the whole financial system.

The reasons for that are obvious. A well-functioning financial system is an essential precondition for safeguarding price stability without impairing developments in the real economy.

In this context, I may assume that it is well-known that the Bundesbank has a long tradition of stability-oriented policies.

Further, it is the Bank for International Settlements (BIS), as the "central bank for central banks", which plays a prominent role in the ongoing international endeavours to foster financial stability.

For this reason, the Financial Stability Forum —set up last year at the suggestion of my predecessor, Professor Tietmeyer— is very fitly accommodated under the wing of the BIS. The Basle Committee on Banking Supervision also meets at the BIS.

So let us take the big view, and focus on the different aspects of change in today's financial systems. Indeed, these ongoing changes appear to be of a global nature in many respects. In Europe, however, they undoubtedly need to be seen against the background of European Monetary Union, as well.

II.

In the international financial markets, since the sixties, we have been witnessing a fast and furious pace of development. The development here warrants the general designation of "globalisation" more than in any other sector.

The major financial markets have grown closer and closer together. In fact, the barriers to cross-border capital movements have increasingly been lifted as a result of political measures and technological advances.

The global integration of the financial markets is anything but an end in itself. Not only does it open up to investors a broad new range of investment opportunities for diversifying portfolio risks. It also improves the refinancing options open to issuers of securities. In addition, it tends to boost securities trading.

A high degree of liquidity in trading is a key prerequisite of efficient price formation in the capital markets. And, after all, efficient capital markets are an essential component of a well-functioning economy.

Global integration has, of course, its drawbacks: The reason for this is that the openness of the financial markets may also serve to spread turbulences.

Risks may have their roots in major groups of investors, in the shape of overly credit-financed leverage. Also, to some extent, in the form of an observed tendency towards herding behaviour.

What can a central bank do to counteract the dangers presented by globalisation?

The stance of the Bundesbank on this has been quite clear. Let me say it again: A good policy creates incentives for market players to cope consciously with risks on their own. Thus, a good policy need not set new controls on, or obstacles to, international capital movements.

Rather, a good policy excels in shaping appropriate underlying macroeconomic conditions. For it is precisely when stable monetary conditions are lacking that the risks associated with financial assets become difficult to evaluate.

I think this stance is appropriate, at least for the large, developed economies with mature financial markets. However, an important lesson of the crises in Asia in 1997 - and thereafter also in Russia and Latin America - is: For the so-called "emerging economies" a gradual and measured integration strategy is to be pursued.

Further liberalisation of the capital markets promises only success when and where they have reached a recognisably high degree of structural maturity and stability.

Certainly, a sound banking system and well-functioning banking supervision are needed for that. Here, it would be irresponsible to take the second step before the first one.

III.

Eventually, maybe already in the near future, the direct cost of executing securities transactions will no longer hinder further integration of the financial systems. Given the progress made in technology and integration, one may at least come to this conclusion.

We are therefore likely to see investment banking increase rapidly in importance. We can also expect further professionalisation of investment decisions, for instance, in the form of investment funds.

In the bond markets of the euro area, government bonds and bank debt securities still greatly predominate. Nevertheless, a strong increase in corporate bond issuance is already apparent. And equity markets are growing rapidly in continental Europe.

The advance of market-based financing structures is changing the role played by banks in the financing cycle.

For one thing, the refinancing of banks is shifting from the traditional taking of time and savings-deposits to the issuing of debt securities of their own.

Moreover, simple corporate lending is losing ground as a source of income to commissions stemming from issuance or derivatives business.

Of course, precisely where the structural change in the European banking sector is leading remains uncertain. But there are signs that banks as a whole are keeping their lending business focused on the domestic markets.

This is one reason why a decentralised banking supervision system - still a national responsibility - is objectively warranted in the European Monetary Union. One also has to consider the persistent differences from country to country - despite the harmonisation of European banking legislation. Local supervision may therefore be more efficient, given its better knowledge of the market and greater proximity to the banks.

Nevertheless one has to take due account of the banks' cross-border activities. For this reason, central banks and the supervisory authorities already cooperate closely today on a multilateral basis.

New technologies and the intensification of competition point to comprehensive consolidation in the banking sector in the next few years. As a consequence, banking supervisors are naturally facing correspondingly great challenges.

Clearly, questions of systemic stability are moving to the top of the agenda for banking supervisors.

IV.

Besides the globalisation of the financial markets, the launch of European Monetary Union constitutes a particular challenge of its own. Monetary policy is now being applied to a major financial area. Moreover, this area is undergoing a very rapid process of change, partly propelled by the euro itself.

Let me say from a central bank's perspective: The main requirement for financial systems is generally that central bank measures be transmitted via the system as smoothly as possible to the goods and labour markets.

A central bank must know the transmission channels of its measures. We in Europe are engaging in an essential learning process. We must therefore keep a constant and watchful eye on the remaining differences within the euro area. And we have to be aware of the structural and behavioural changes in the financial systems.

Further, one has to ensure that the signals set by monetary policy makers are "properly" understood by the market players. This is, of course, primarily the responsibility of the central bank itself: We have to pursue a comprehensible strategy and explain our decisions appropriately.

In the Eurosystem, monetary policy continues to be oriented towards keeping the expansion of the money stock in line with the real growth potential of the economy. This makes our actions calculable. It minimises uncertainty about price and interest-rate movements. In this way, we can greatly help to undermine a major potential cause of instability in the financial system.

The second strategic pillar is the appraisal of inflation prospects, using a broad range of real economic and financial indicators.

At this juncture, allow me to repeat my point as clearly as I can: The final goal of European monetary policy is to ensure price stability. That is to say, to safeguard an inflation rate in the euro area of less than 2 % per annum.

It should not be doubted that the external value of the euro plays an important part in the attainment of that objective. Insofar, there is no such thing as "benign" neglect – neglect is always "malign".

Price stability will eventually help the euro to attain a greater role as an international reserve and investment currency, as well. Such a role will not only be in keeping with the sheer economic weight of the euro area. It will also reflect the high degree of external integration in the global financial and product markets.

V.

Globalisation, technological progress, competition and European Monetary Union: Ladies and gentlemen, these well-known buzzwords have all figured several times in my opening remarks.

In the context of monetary policy, and of the responsibility for stable financial systems, these words do indeed have far-reaching implications. I hope that I have been able to bring it home to you once again: Further, major structural changes lie ahead.

These changes and advances in the financial system will open up many new options.

They naturally also imply uncertainties. These are, however, unavoidable if competitive trends are to remain dynamic. But they likewise imply a real prospect of greater economic prosperity.

The fundamental prerequisite of such greater prosperity remains, of course, order and stability in the financial system.

Needless to say, there are major challenges ahead; cut-and-paste approaches will not get us very far. At the same time, it is important to learn from the experience and perceptions of others.

Therefore, the two days that we are about to devote to these matters seem to me a very worthwhile investment.

Embargo:
September 28, 2000, 6.00 p.m.

Deutsche Bundesbank

Prof. Dr. Hermann Remsperger

Member of the Directorate of
the Deutsche Bundesbank

**The European financial system 2 years after the start of EMU:
Developments and implications for monetary policy**

Paper presented at the joint BIS and Deutsche Bundesbank
conference on "Recent developments in financial systems and their
challenges for economic policy: A European perspective"

in Frankfurt am Main,
on September 28, 2000

The European financial system 2 years after the start of EMU: Developments and implications for monetary policy

Hermann Remsperger^{*})

Introduction

Before I came to the Bundesbank two years ago, I had spent almost 20 years with a commercial bank. As far back as the late eighties and early nineties my colleagues and I had been wondering what effect European monetary union will eventually have on the financial markets and the banking industry. We came to the conclusion that the introduction of the euro would lead to an increase in banking competition while initiating a process of "creative destruction" in the financial markets. At the same time, however, we found it difficult to isolate the specific impact of the euro from the more general factors that influence the financial system. Looking back to almost two years of monetary union, I find that the problem of identifying the particular euro factor is still unsolved. Sometimes too much is attributed to the euro.

If the changes which the euro has brought about in the financial system are to be precisely identified, we also have to make sure that the financial system in the period before monetary union is portrayed in an accurate manner. As far as Germany is concerned, I have some doubts about this. Above all, there is reason to believe that the dominance of bank loans has been exaggerated and equity financing correspondingly underestimated. The prevailing assumptions concerning the extent to which bank lending superseded equity financing in the past went too far. Unfortunately, I cannot provide the relevant data for countries other than Germany. In the previous financial flows computations, equity

^{*}) I would like to thank Jelena Staf, Ulrich Grosch, and Axel Jochem for valuable contributions to this paper.

financing of German enterprises was identified exclusively with stock issues. Such an approach, however, fails to deal adequately with the German corporate structure. The picture presented by the previous accounting method had to be widened to include participations in private limited companies and partnerships. Shares in such firms are now posted in the financial flows account as so called "other participating interests". When stock issues and other participating interests are added up, the result shows that at the end of 1998 the volume of bank loans to non-financial companies in Germany exceeded equity financing by a mere 5.3 %.

Please let me add that we are intensively discussing the euro-induced movement from bank loans to corporate bonds. By contrast, enterprises' internal financing - which is not directly affected by the introduction of the euro - receives less attention. To that extent, the euro is possibly making less of a change to monetary policy than would seem to be the case if we focus on the subject of bank loans versus bond-issue financing. In this connection, I would like to point to the fact that, on an average of the years 1991 to 1999, 60.5 % of non-financial corporations' asset accumulation in Germany was financed from depreciations and retained earnings. During the same period, the share of internal funding in gross capital formation averaged 78.2 %.

Although I am against overstressing the influence of the euro, I nevertheless would like to show now that the new currency has contributed to the expected developments in the money, equity and bond markets. As expected, also the competition in the banking industry has intensified. Contrary to the expectations was, however, the performance of the euro on the foreign exchange markets.

I. Bonds, equities, money markets

Prior to the actual introduction of the euro, it had been predicted that the new currency would promote the issuance of corporate bonds and stocks while

dampening the advancement of bank loans. Up to now these predictions have proved true.

The introduction of the euro coincided with an increasing popularity of shares, especially of the "new economy" companies. On Euro.NM - an alliance of the "new markets" of five European countries - the number of listed companies grew from 165 at the end of December 1998 to 497 at the end of July 2000. The simultaneous increase in market capitalisation was even more pronounced at 670 %.¹ Overall stock market capitalisation in the euro area went up from 3.6 trillion euros in December 1998 to 6.1 trillion euros in July 2000.² The issue market was supported by rapidly increasing stock prices in the last quarter of 1999 and the first quarter of 2000 but slowed down somewhat thereafter. Nevertheless, stock market capitalisation in the euro area is only half of that in the United States taken as a percentage of GDP, it was 85 % to 181 % in 1999. Market capitalisation differs greatly among European countries.³

The euro immediately gained an important place as a currency of denomination for borrowers in the bond market. It served as a liability currency for 76 % of corporate sector debt issued by euro area residents in 1999. This is to be compared with an average of 50 % in the predecessor currencies between 1990 and 1998.⁴ The amounts outstanding by non-euro area residents increased even more sharply from 56 billion euros to 120 billion euros in 1999.⁵ Consequently, the euro topped the US dollar as an issue currency for international bonds in the private sector for the first time in the same year.⁶ Low

¹ Source: Euro.NM. The new market segments in Europe in Belgium, France, Germany, Italy and the Netherlands are tailored to the requirements of a group of issuers which carries a high risk, is short on collateral and is in need of large financial resources. All three characteristics seemed to match investors' demand in 1999 quite well hence the demand-driven record issue values.

² Source: FIBV.

³ See BIS (2000a), p. 133, for market capitalisation data and Deutsche Bundesbank (1998), p. 58, for European differences.

⁴ See BIS (2000a), p. 128.

⁵ Source: ECB.

⁶ See Bis (2000b), p. 17.

interest rates and a weakening currency might have stimulated borrowing in euro.

A closer look at debt financing shows that corporate bonds have gained in popularity in the euro area during the past few years. Growth rates for the outstanding amount of domestic debt securities by corporate issuers of 23 % in 1998 and 14 % in 1999 were higher than the increase in bank loans to non-financial corporations, although the latter had started from significantly higher levels.⁷ The increase in bond issues was accompanied by a change in the structure of issuers. Whereas bonds had formerly been a financing instrument almost only for large, top-rated "blue chip" companies, an increasing share of bonds has been issued by lower-rated companies to capitalise on the growing readiness to accept credit risk among investors in the euro area. The average bond rating consequently declined from AA⁺ to AA⁻ and approached that in the United States in 1999.⁸ To provide a more complete picture, bonds issued by financial institutions declined slightly in 1999 following an expansion in 1998.⁹ However, financial intermediaries are still the largest borrowers in the private bond market. Their debt in the form of bonds amounts up to nine times the domestically issued corporate debt.

Looking at differences in the financial structure in the euro area it becomes evident that France has the highest ratio of direct debt financing with the share of securitised corporate debt being 14 % of GDP. By contrast, in Germany, corporate bonds and commercial paper correspond to only 3 % of GDP, while bank bonds played a far greater role than in France. In Germany bank bonds account for 33 % of the credit volume, in France for 17 %.¹⁰ Differences in the size of companies, in bankruptcy law, and in the intermediation role of banks

⁷ Sources: BIS, ECB, own calculations. Note that due to reclassifications the growth rates for the ECB bank loans statistic suffer from comparability for different time periods.

⁸ See BIS (2000a), p. 130.

⁹ Source: BIS, own calculations.

¹⁰ See Deutsche Bundesbank (2000a), p. 35. Numbers are for 1999.

are reflected in these percentages.¹¹ In the last two years corporate bonds grew faster in Germany compared to France, although variations in the underlying economic structure are far from having been evened out.

Starting with the conversion of public debt from national currencies to euro, the government bond market in the euro area surged forward to become the second largest market in the world. Although – owing to the elimination of currency risk - interest rate spreads have become considerably narrower across the 11 participating countries, there are still differences amounting up to over 20 basis points for equally rated borrowers.¹² This may be due to a liquidity premium on account of the lower frequency and the lower volume in trading such bonds. Adopting the euro, governments have competed to attract investors to enable bonds to gain benchmark status. Transparency and liquidity have been enhanced by means of introducing a pre-announced auction calendar, an increase in volume per issue and changes in issuance procedures.¹³ Currently, German federal bonds enjoy benchmark status at the short end of the market and for 10-year maturities, whereas French government bonds have benchmark status for medium term maturities.

The decrease in national budget deficit ratios imposed by ceilings due to the Maastricht Treaty and the Pact for Stability and Growth have led to the share of government bonds to overall debt securities declining from 53 % to 50 % between the end of 1998 and the end of 1999. Bonds issued by private debtors filled the gap. Especially the telecommunications sector was very active in the first half of 2000 with a share of 30 % of overall corporate bond issues in the euro area.¹⁴ The fear that the cuts in deficit spending would endanger the benchmark position of German "Bunds" has not materialised. Markets are quite

¹¹ See Deutsche Bundesbank (2000a), pp. 38-39, and Friderichs, H., B. Paristique and A. Sauvé (1999), pp. 69-87.

¹² For France and the Netherlands spreads to the benchmark German bonds are typically contained within 15 bps, whilst Austria experienced a spread of over 35 bps just recently.

¹³ See Deutsche Bundesbank (1998), pp. 59-60, for a discussion of changes in issuance policies related to gaining a benchmark position.

¹⁴ See Peterson, M. (2000), p. 114, and Frankfurter Allgemeine Zeitung, "2000 wird ein Rekordjahr für Unternehmensanleihen", 19. August 2000, No. 192, p. 25.

aware of different fiscal developments in the 11 countries and therefore correlations among European government bond yields - although high - are not perfectly positive.

In terms of investment behaviour and portfolio choice, the expectations about the impact of the EMU were divided. One the one hand, it was assessed that if currency risk had been a true obstacle to market integration, two changes in portfolio choice would be seen after the introduction of the euro. First, cross-border investment should increase substantially, therefore helping to overcome the home bias in private investors' portfolio. Monetary authorities were expected to hold a greater share of foreign exchange reserves denominated in euro than the aggregated share of the predecessor currencies. And, second, investment strategies should shift from country-specific to sector-specific risk assessment.¹⁵ On the other hand, while currency risk would disappear, impediments to market integration arising from differences in the legal, financial, and the trading infrastructure of the participating countries would remain - and were judged as becoming relatively more important.¹⁶

Both predictions might be considered to have proved correct in different market segments. Whereas the arrival of the euro and a single monetary policy led to a truly pan-European interbank market and to more integrated government and corporate bond markets, collateralised money markets and equity markets have retained their national character to some extent.

The integration of the unsecured money market was supported by the introduction of TARGET, the large-value funds transfer system. The integration may be witnessed through the continuing tightening of bid-ask spreads, which has declined by more than 40 % in the past five years and fell considerably by 7 % in 1999.¹⁷ A significant increase in cross-border interbank loans and

¹⁵ See BIS (2000a), p. 132, and Mayer, C. (1999), p. 22.

¹⁶ See e. g. Cecchetti, S. G. (1999), p. 11, and McCauly, R. N. and W. R. White (1997), p. 3.

¹⁷ See BIS (2000a), p. 124, and Detken, C. and P. Hartman (2000), p. 17.

deposits allowed a smooth transfer of liquidity.¹⁸ Next to the overall increase in cross-border interbank activities, a shift from claims on banks outside the euro area to banks inside the euro area could be noticed. The latter came close to 50 % of the outstanding amount of nearly 2 trillion euros of interbank claims of EMU member countries banks in 1999.¹⁹ By contrast, the repo markets have largely remained segmented due to collateral settlement problems.²⁰ Foreign demand for short-term securities such as treasury bills and commercial paper tends to be low, because they are more commonly used as cash substitutes than for investment purposes. Short-term securities holders therefore have no strong need for international diversification.

Corporate bond issues are sold on a European scale and government bonds are becoming more easily accessible throughout Europe as a result of integrated trading platforms.²¹ However, the boom in diversification is limited to large-volume issues of big internationally known companies in the private bond market and to the liquid benchmark bonds in the government bond market.²²

Although alliances and mergers are under way equity markets are not fully integrated to date. Securities settlement and trading platforms differ among European countries. There are still significant differences in the legal, regulatory and taxation environment of equity markets which investors have to take into account when diversifying their portfolios.²³ In the "new markets", investor protection has been assigned equally high importance throughout Europe and therefore IPOs in this field appear to have attracted more foreign investors than small and mid cap stocks in regular markets.

¹⁸ See IMF (1999), table A1.1.

¹⁹ See BIS (2000a), p. 125.

²⁰ See e. g. Santillàn, M. Bayle and C. Thygesen (2000), p. 17.

²¹ One example is Euro-MTS which started in 1999. Bonds of 8 EMU countries can be traded on this platform so far.

²² See Danthine, J.-P., F. Giavazzi and E.-L. v. Thadden (2000), p. 19, and Santillàn, M. Bayle and C. Thygesen (2000), p. 38.

The introduction of the euro has helped to foster the integration of some markets, but it seems that the share of international securities in total security holdings of domestic investors remains small when compared with optimal diversification proposed by portfolio theory.²⁴ Whereas the elimination of exchange risk and, accordingly, of currency matching restrictions for institutional investors has facilitated cross-border investments, transaction costs arising from differences in payment and settlement systems, varying accounting standards, differences in taxation and in investor protection, as well as information disadvantages for foreign investors are still playing a role.²⁵ And since the home bias is not caused by exchange risk alone,²⁶ a single currency will not cause its disappearance.

Portfolio rebalancing with respect to sector specific asset classes rather than country-specific factors has not caused a major shift in company valuation, owing to the persistence of country-specific risk factors.²⁷ Nevertheless, euro area indices such as the EuroStoxx or the EuroMSCI have gained in importance and become benchmarks - at least for institutional investors. This coincides with the observation that, in Germany, managers of investment funds open to the general public spread over 50 % of their portfolio in foreign securities, whereas for private direct investors this share was below one-quarter.²⁸ Another indicator for a growing – although not perfect - diversification with respect to sector-specific asset classes might be the increasing number of cross-listings of shares. On German stock exchanges alone, the number of listings of foreign companies rose by 175 % in 1999. This is likely to increase investments in the

²³ In particular, differences in corporate law are responsible for variations in investor protection and differences in corporate control mechanisms. See, for example, La Porta, R., F. Lopez de Silanes and R. W. Vishny (1997), and Cecchetti, S. G. (1999), p. 11.

²⁴ See Danthine, J.-P., F. Giavazzi and E.-L. v. Thadden (2000), pp. 21-22. For a detailed discussion of the home bias, see Tesar, L. L. and I. Werner (1995).

²⁵ See Biais, B. (1999), p. 245.

²⁶ See Cooper, I. and E. Kaplanis (1994).

²⁷ See BIS (2000a), p. 132.

²⁸ Sources: Deutsche Bundesbank (2000b), and capital market statistics.

shares of these companies and therefore favour international diversification, if one follows a study for the United States.²⁹

II. Currency reserves and foreign exchange markets

At the end of 1999 monetary authorities held foreign exchange reserves equivalent to approximately US\$ 1,750 billion. Most estimates made prior to the start of EMU assumed that the share of foreign exchange reserves denominated in euro would be larger over the longer term than the aggregate shares of the predecessor currencies.³⁰ IMF figures show that, at the end of 1999, 12.5 % of the foreign exchange reserves posted were denominated in euro, compared with a D-Mark share of 12.1 % before the start of EMU.³¹ Before the introduction of the euro, the dollar share of foreign reserves amounted to 65.7 % and one year later to 66.2 %. Although the euro occupies the second place as a reserve currency after the dollar, the gap between the two currencies is large.

Before these data can be properly interpreted, however, various statistical effects that suppress the actual value of the euro share must be taken into consideration. First, since the start of EMU, the external assets of the Eurosystem, when denominated in euro (or in member currencies), are no longer counted as foreign exchange reserves. Second, during the run-up to EMU, some national central banks of the member states, which had maintained large D-Mark reserves under the EMS, shifted a part of their foreign exchange reserves in such a way that it effectively favoured the dollar. Third, it is not clear whether all countries have correctly assigned those foreign reserves still denominated in a national currency of the euro area to the new single currency.

²⁹ See Smith, K. and G. Sofianos (1997).

³⁰ See, for example, the figures presented by Masson, P. R. and B. G. Turtelboom (1997), pp. 207ff.

³¹ See IMF (2000a), Appendix I, Table I.2.

Against this background it hardly comes as a surprise that the euro, in its role as a reserve currency, has either failed to gain ground beyond that claimed by the original national currencies or, in areas where it has done so, has advanced only marginally in 1999.³² In addition, we have to take into account that the share of the euro in foreign exchange reserves has been reduced arithmetically by the lower exchange rate of the single currency. Seen in this light, one could argue that the euro has held up well in comparison with its predecessor currencies.

The factors traditionally affecting foreign exchange holdings³³ (exchange rate regimes, foreign trade with reserve currency countries, the denomination of foreign debt) continued to be very influential last year. Thus the external trade and financial ties of the ten largest holders of foreign exchange reserves (outside the Eurosystem) favoured dollar investments.³⁴ While it is true that the euro serves as an anchor currency for around 50 countries, it often shares this function with other currencies, particularly the dollar. Incidentally, those countries whose exchange rate policy is based on the euro tend, for the larger part, to have comparatively small foreign exchange reserves.³⁵

It must also be recognised that international circumstances have made it difficult for the euro to gain a larger acceptance as a reserve currency. It was difficult to determine the risk-return profile for the new currency at the start of monetary union. Then, as events later proved, the euro had entered into the fray with other investment currencies at a time, when, for cyclical reasons, the interest rates in the euro area were exceptionally low and the dollar, a major rival, was receiving sustained support from the vigorous growth in the US economy.

³² IMF data indicate that the euro might have made slight gains in the developing countries. At all events, its share of foreign currency reserves at the end of 1999 was, at 13.6 %, somewhat higher than the combined share of the D-Mark, franc and the guilder - the only three member currencies that the IMF lists explicitly - before the start of EMU (12.7 %).

³³ See Dooley, M. P., J. S. Lizondo and D. J. Mathieson (1989).

³⁴ These ten countries account for more than one-half of the world's foreign exchange reserves. They are all either Asian or Latin American countries whose economies are oriented more towards the dollar area than towards the euro area.

³⁵ ECB (1999b), Table C, pp. 52-53.

Since its introduction, the euro has lost considerable ground on the foreign exchange markets. This development stands not only in marked contrast to the remarkable internal stability of the new currency but is contrary to the expectations expressed by many market participants and experts in the run-up to monetary union. These expectations were based, in part, on the assumption that the dynamic growth in the US would cool off in 1999. Many forecasts had the US economy growing at a rate of only 2 % in 1999. The growth rate was, in fact, 4.2 %. The slowdown envisaged by these forecasts was then postponed until the year 2000. Now, the growth rate is expected to be even higher than last year.

In the meantime, however, growth prospects for the euro area have improved. Important structural reforms have been introduced. Bundesbank estimates suggest that the euro is significantly undervalued, at least if long-term historical experience is taken as a criterion.³⁶ A number of other authors have reached similar conclusions.³⁷ Somewhat less recent studies by IMF or OECD staff also find evidence of a significant undervaluation.³⁸

Looking for possible causes for the recent weakness of the euro, it will soon become apparent that the euro's exchange rate reacted asymmetrically to macroeconomic events on each side of the Atlantic. Thus, the successful passage of the tax reform bill in Germany was barely acknowledged in exchange rate movements while the surprisingly large growth in US GDP in the second quarter was reflected rather quickly in a corresponding fall in the euro exchange rate. Apparently, the uncertainties associated with the euro area received more attention than those affecting the US economy.

Exchange rates do not, however, consistently move in only one direction. Cyclical developments may revive the diversification argument as a strategic

³⁶ See Clostermann, J. and B. Schnatz (2000).

³⁷ See MacDonald, R. (2000).

consideration. Moreover, empirical studies support the view that the composition of foreign exchange reserves to some extent reflects the structure of external trade and financial ties. If the euro were to become more popular among private market participants, it might also significantly improve its fortunes as a reserve currency.

III. Banking competition

Before introducing the euro, investors in Europe dealt mainly with banks in their country of origin. The market share of branches and subsidiaries of foreign banks as a percentage of total assets of the banking system was below 11 % in most EMU countries.³⁹ This suggests that competition from outside was somewhat constrained. The currency union was consequently expected to foster competition in the banking sector.⁴⁰ In particular, a reduction in excess capacities and an increase in efficiency was expected.⁴¹

A single monetary policy and a single currency could partly take away some of the informational and funding advantage of domestic banks and therefore diminish the need to maintain banking relationships in every country.⁴² This might lead to a reduction of branches and increased cross-border competition within the euro area. Whereas there is some evidence that in wholesale and investment banking, a concentration process is under way - even on a European base⁴³ - retail banking seems to be still confined to the national level. This could be partly attributed to the lack of unified payment and settlement systems and to prevailing differences in the legal and financial environment.⁴⁴

³⁸ See Alberola, E. et al. (1999), and Coppel, J., M. Durand and I. Visco, I. (2000).

³⁹ See ECB (1999a), p. 21. Exceptions are Luxembourg and Ireland with foreign market shares of over 50%.

⁴⁰ See e.g. De Bandt, O. and E. P. Davis (2000), p. 1063.

⁴¹ See ECB (1999a), p. 1.

⁴² See Hurst, C., E. Perée and M. Fischbach (1999), p. 85; BIS (2000a), p. 131, and McCaully, R. N. and W. R. White (1997), p. 22.

⁴³ See Santillàn, M. Bayle and C. Thygesen (2000), p. 51, and Casu, B. and P. Molyneux (2000), p. 370.

⁴⁴ See Cechetti, S. G. (1999), p. 4.

On the other hand, there was a real surge in takeover activities in the banking sector in 1999. Record values of mergers and acquisitions amounted to 149 billion euros last year and outnumbered M&A activites in the United States nearly twice over.⁴⁵ Nevertheless, consolidation in the financial sector was mainly limited to the domestic scene. This might be due to the exploitation of cost reductions by trimming overlapping branch networks and excess capacity within a country and due to the gain in reputation largely confined within national borders.⁴⁶ However, mergers tend to cut operating costs and reduce managerial inefficiencies and therefore might contribute to an increase in competition.⁴⁷

By improving price transparency in financial services, the euro could further enhance competition among financial institutions. In fact, banks' interest rate margins, i. e. the difference between interest rate received and paid in terms of the balance sheet volume have declined in Germany to 1.28 % in 1999 which marks a historical low.⁴⁸ Concerning non-interest income, fees paid per unit by private bond issuers for intermediation services declined in 1999.⁴⁹ This reduction in revenues may very well reflect increased competition within the market. Moreover competition owing to price transparency has been driven considerably by advances in information and communication technology such as electronic banking. The narrowing of interest margins and substitution effects on the liability side of bank balance sheets together with the increase in off-balance sheet activities is an ongoing trend.⁵⁰ Mutual recognition clauses owing to the Single European Market, favourable financial market legislation,

⁴⁵ See ECB (2000), table 4. However, one should keep in mind that the consolidation process in the United States is already quite advanced. See BIS (2000a), p. 135.

⁴⁶ See White, W. R. (1998), p. 22.

⁴⁷ See White (1998), p. 21, and Hurst, C., E. Perée and M. Fischbach (1999), p. 99.

⁴⁸ See Deutsche Bundesbank (2000a), p. 45, and Deutsche Bundesbank (2000c), forthcoming. ECB (1999a), table 6.1, and Danthine, J.-P., F. Giavazzi and E.-L. v. Thadden (2000), table 5.1, provide European data, albeit only for time periods prior to EMU.

⁴⁹ Source: Capital Data. Last year's decline in France, Germany and Italy was 2, 17, and 15 basis points, respectively, on US\$ issues, which now average about 0.2 per cent of the issue volume and was less pronounced for issues in euro. Note that this decline does not indicate a lower importance in fee-based income in the banking sector, since the overall level of non-interest income increased compared with revenues from interest margins. See also BIS (2000a), p. 131.

technological progress, as well as the institutionalisation of savings clearly supported the integrating role of the euro.

Summing up, currency union has contributed to the increasing competition in the domestic banking sectors but leaves scope for future activities to achieve a truly pan-European consolidation of financial intermediaries.

IV. Implications for monetary policy

Two trends can be observed within the European financial system, despite all remaining national differences concerning legislation, taxation and the financial structure of enterprises. First, the importance of the capital markets has increased compared to bank-based intermediation. And second, competition among banks - at least on a national level - and between banks and capital markets has intensified.

Concerning investors, there has been a noticeable increase in the share of wealth of private households and firms that is both liquid and traded.⁵¹ As a result, investors may now be more sensitive to market movements in general. Expectations about future inflation rates, shocks to the real sector and risk premiums are some of the factors influencing long-term interest rates. Since these factors are not determined by monetary policy alone, central bankers may face greater uncertainty in gauging the impact of a monetary policy move.

The increasing share of tradeable assets in net wealth of private households dates back to the beginning of the nineties. However, the movement has been accelerating considerably over the last year. The broader distribution of equity holdings, owing largely to the boost of IPOs in the "new markets" can be more closely linked to currency union. This could foster wealth effects on consumer spending. Although the marginal propensity to consume out of wealth for equity

⁵⁰ See ECB (1999a), pp. 10-14.

⁵¹ See, for example, Deutsche Bundesbank (2000a), p. 44.

holdings has been rather low in European countries,⁵² the elasticity of consumption with respect to wealth may increase. At least that is what the development in the United States shows.⁵³ On the financing side, banks still play an important role as a source of external funds for companies in the European monetary union. However, monetary policy will have to face the trend towards more direct creditor-debtor relationships and thus possibly to resulting changes in the strength of different transmission channels.

With the emergence of close substitutes for short-term bank deposits one might fear that the influence of monetary policy on bank deposit rates would be reduced. For Germany, however, in spite of the growth of money market funds and commercial paper, no such loss of influence was found during the nineties.⁵⁴ On the contrary, there is some evidence that interest rates on bank loans and deposits adjust more readily to changes in central bank rates. Growing competition over funds – resulting from a broader variety of investment opportunities - amplified rather than dampened the impact of monetary impulses over the interest rate channel.

The impact of the introduction of the euro and recent changes in the financial industry on the credit channel of monetary policy transmission is ambiguous.⁵⁵ The increase in competition among financial institutions might tighten the supply of credit if monetary policy shifts to a restrictive stance. Fiercer competition is likely to reduce the buffer function of banks to a monetary policy contraction. This buffer can cause a delay in changes in the borrowing rate, which would reduce banks interest rate margins arising from the difference in deposit and lending rates. However, increased competition may lead to a further decline in the interest rate margin, thus not allowing banks to suffer from higher costs from isolating the real sector from a contractionary monetary policy. The impact of monetary policy will consequently be amplified.

⁵² See Boone, L., C. Giorno and P. Richardson (1998).

⁵³ See Poterba, J. M. and A. A. Samwick (1995).

⁵⁴ See Domanski, D. (1997), p. 282.

However, growing bond and equity markets will eventually provide companies with additional financial facilities. Although, in practice, financial constraints seem to be given by the amount of bank lending for most small and medium sized enterprises,⁵⁶ the favourable development of corporate bonds and of financing via the "new markets" may lead to a better substitution between both sources of funds. This reduces the importance of bottlenecks created by a shortage of bank credits and dampens the impact of the bank lending channel.

Monetary impulses might be transmitted differently on more expectation-driven markets, which are largely influenced by real-sector developments. For example a restrictive monetary policy may not directly lead to a reduction of financing facilities for companies, but might rather influence the expectations of the future direction of real activity in the economy. This, in turn, might worsen the prospects for the company's future earnings and therefore reduce the returns of going public or bond issues.

Finally, monetary expansion or contraction can be strengthened via the evaluation of collateral, which partly determines the creditworthiness of borrowing companies or households. The cost and amount of loans are assumed to depend on the net present value of collateral, which again is inversely related to the short-term interest rate. Whereas this balance sheet channel seems to be particularly strong in bank-dominated financial systems,⁵⁷ it is not clear how changes on capital markets have affected the strength of this financial accelerator of the standard interest rate channel of monetary policy transmission. A rise in the share of tradeable assets in the balance sheets of companies as well as in the net wealth of private households enables additional borrowing with rising asset prices, whereas the creditworthiness of debtors is restricted by falling stock and property prices. Since tradeable assets react

⁵⁵ See, for example, Peersman, G. (2000), pp. 143-144, for an explanation of the way the credit channel works.

⁵⁶ See Friderichs, H., B. Paranhos and A. Sauvé (1999), pp. 83-87, for the case of France and Germany and Deutsche Bundesbank (2000a), p. 40, for Germany.

more readily to changes in monetary policy, its impact could be reinforced through revaluation of collateral, provided that asset prices move in the "right" direction, i. e. decline with a monetary contraction. On the other hand a shift towards a more market-oriented financial system may weaken the transmission process of monetary policy over banks balance sheets.⁵⁸

As capital markets grow and banks become increasingly exposed to competition, financial instruments are becoming eligible as closer substitutes and also more tailored to the special needs of investors and borrowers. For example, external financing restrictions have been slightly lifted somewhat on new enterprises with little collateral, due to the boost provided by the "new markets".⁵⁹ However, the development of the financial system might change the allocation of risk among market participants. Private households and institutional investors now increasingly bear the risk of corporate bonds. Markets can provide instruments to inform about and hedge against these risks. Nevertheless, in periods of change the performance of these mechanisms can be poor. Bearing in mind the interdependences between bank lending and asset prices,⁶⁰ it is clear that observing developments on capital markets and taking into account stability implications resulting from asset price changes goes hand in hand with exerting supervisory duties over the banking sector. Central bankers will therefore keep a watchful eye on indicators reflecting credit as well as asset price risks.

These considerations lead me to the following conclusions. First, the euro has intensified developments in the financial industry that argue in favour of a broad mandate for national central banks. They must ensure price stability and, at the same time, concern themselves with the stability of the financial system.

57 See IMF (2000b), p.102.

58 See IMF (2000b), p. 103 for a classification of importance of this channel in countries with different financial systems.

59 See Hellwig, M. (2000), paragraph 30, who corroborates the role of the NASDAQ for outside equity financing, but is somewhat sceptical about the financing role of the newly founded "Neuer Markt" in Germany.

60 See Remsperger, H. (2000), p.7, for a more detailed discussion about the interdependence of asset prices and credit risk.

Secondly I would like to point out that the euro-induced developments in the financial markets might change the relative importance of the different transmission channels in monetary policy. In my view, however, it is too early to answer the key question of whether the overall efficiency of monetary policy will be strengthened or weakened by these changes. And finally let me repeat a point I made at the very beginning. When we concentrate on euro-induced changes in external financing we should not overlook the fact that in many countries internal funding is the major source of corporate finance. Against this background, the euro is possibly making less of a change to monetary policy than would seem to be the case if we only focussed on the substitution between bank loans on the one side and corporate bonds and equities on the other side. Nevertheless, there is no doubt that the euro has worked as a catalyst for changes in the financial markets.

References

- Alberola, E. et al. (1999), Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar "Ins", "Outs", and Other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework, IMF Working Paper 99/175, Washington D.C.
- Biais, B. (1999): European stock markets and European unification, in: Dermine, J. and Hillion, P. (eds.): European capital markets with a single currency, Oxford, pp. 236-62.
- BIS (2000a), 70th Annual Report, Basel.
- BIS (2000b), *Quarterly Review*, June 2000, Basel.
- Boone, L., C. Giorno and P. Richardson (1998): Stock market fluctuations and consumption behaviour: Some recent evidence, OECD Economics Department Working Paper No. 40, Paris.
- Casu, B. and P. Molyneux (2000): Efficiency & structural issues in European banking, *Revue de la Banque*, 64:370-80.
- Cecchetti, S. G. (1999): Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 5: 9-28.
- Clostermann, J. and B. Schnatz (2000): The Determinants of the Euro-Dollar Exchange Rate - Synthetic Fundamentals and a Non-existing Currency, Deutsche Bundesbank Discussion Paper 2/00, Frankfurt am Main.
- Cooper, I. and E. Kaplanis (1994): Home bias in equity portfolios and the cost of capital for multinational firms, *Journal of Applied Corporate Finance*, 8:95-102.
- Coppel, J., M. Durand and I. Visco, I. (2000), EMU, the Euro and the European Policy Mix, OECD Working Paper No. 232, Paris.
- Danthine, J.-P., F. Giavazzi and E.-L. v. Thadden (2000): European financial markets after EMU: A first assessment, CEPR Discussion Paper No. 2413, London.
- De Bandt, O. and E. P. Davis (2000): Competition, contestability and market structure in European banking sectors on the eve of EMU, *Journal of Banking and Finance*, 24: 1045-66.

Detken, C. and P. Hartman (2000): The Euro and International Capital Markets, ECB Working Paper No. 19, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (1998): Structural changes in the German capital market in the run-up to European Monetary Union, *Monthly Report*, April 1998, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (2000a): The relationship between bank lending and the bond market in Germany, *Monthly Report*, January 2000, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (2000b): Wertpapierdepots, Statistische Sonderveröffentlichung 9, August 2000, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (2000c): The performance of German credit institutions in 1999, *Monthly Report*, September 2000 (forthcoming), Frankfurt am Main.

Dooley, M. P., J. S. Lizondo and D. J. Mathieson (1989), The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves, IMF Staff Papers, Vol. 36, No. 2, pp. 385-434.

Domanski, D. (1997): Disintermediationstendenzen im deutschen Finanzsystem und ihre Auswirkungen auf die Rolle der Kreditinstitute – Eine Bewertung aus geldpolitischer Sicht, in: Gahlen, B., H. Hesse and H. Ramser (eds.): Finanzmärkte, Tübingen, pp. 271-90.

ECB (1999a): Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, Frankfurt am Main.

ECB (1999b), The international role of the euro, *Monthly Bulletin*, August 1999, Frankfurt am Main.

ECB (2000): The euro area one year after the introduction of the euro: key characteristics and changes in the financial structure, *Monthly Bulletin*, January 2000, Frankfurt am Main.

Friderichs, H., B. Paranque and A. Sauvé (1999): Structures of corporate finance in Germany and France: a comparative analysis for west German and French incorporated enterprises with special reference to institutional factors, in: A. Sauvé and M. Scheuer (eds.): Corporate Finance in Germany and France, Frankfurt am Main, pp. 64-136.

- Hellwig, M. (2000): Corporate governance and the financing of investment for structural change, paper presented at the Deutsche Bundesbank spring conference, Frankfurt am Main.
- Hurst, C., E. Perée and M. Fischbach (1999): On the road to wonderland? Bank restructuring after EMU, *EIB Papers*, 4:83-103.
- IMF (2000a): Annual Report 2000, Appendix I, Washington D.C.
- IMF (2000b): World economic outlook, Washington D.C.
- La Porta, R., F. Lopez de Silanes and R. W. Vishny (1997): Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52: 1131-50.
- MacDonald, R. (2000): Concepts to Calculate Equilibrium Exchange Rates: An Overview, Deutsche Bundesbank Discussion Paper 3/00, Frankfurt am Main.
- Masson, P. R. and B. G. Turtelboom(1997): Characteristics of the Euro, the Demand for Reserves, and Policy Coordination Under EMU, in: P. R. Masson, T. H. Krueger and B. G. Turtelboom (eds.): EMU and the International Monetary System, IMF, Washington D.C. pp. 194-224.
- Mayer, C. (1999): European capital markets: Competition between systems, *EIB Papers*, 4: 47-57.
- McCauly, R. N. and W. R. White (1997): The Euro and European Financial Markets, BIS Working Papers No. 41; Basel.
- Peersman, G. (2000): The transmission of monetary policy in the euro area, *Revue de la Banque*, 64: 139-48.
- Peterson, M. (2000): European corporate bonds: Pause for thought, *Euromoney*, June 2000, pp. 106-114.
- Poterba, J. M. and A. A. Samwick (1995): Stock ownership patterns, stock market fluctuations, and consumption, *Brooking Papers on Economic Activity*, 2: 295-372.
- Remsperger, H (2000): Vermögenspreise und Geldpolitik, Vortrag beim Symposium des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Berlin, reprinted in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, No. 17, 3. April 2000, Frankfurt am Main.

- Santillàn, M. Bayle and C. Thygesen (2000): The impact of the euro on money and bond markets, ECB Occasional Paper, No. 1, Frankfurt am Main.
- Smith, K. and G. Sofianos (1997): The impact of an NYSE listing on the global trading of non-US Stocks, NYSE Working Paper 97-02, New York.
- Tesar, L. L. and I. Werner (1995): Home bias and high turnover, *Journal of International Money and Finance*, 14: 467-92.
- White, W. R. (1998): The coming transformation of continental European banking, BIS Working Paper No. 54, Basel.



Sendesperrfrist:
Freitag, 29. September 2000, 10.15 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Edgar Meister

Mitglied des Direktoriums
der Deutschen Bundesbank

Challenges for regulators in Europe

Rede auf der Konferenz der Deutschen Bundesbank und der
Bank für internationalen Zahlungsausgleich

„Recent Developments in Financial Systems and their Challenges
for Economic Policy:
a European Perspective“,

Frankfurt am Main,

29. September 2000

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

Entwicklungen im Finanzsystem und damit zusammenhängende Fragen der systemischen Risiken sind sowohl für Zentralbanken als auch für Bankenaufseher von essenzieller Bedeutung. Nicht zuletzt deshalb sind in acht von elf Ländern des Eurosystems die Zentralbanken mit der Durchführung der Bankenaufsicht betraut oder wesentlich daran beteiligt. Ein stabiles Finanzsystem und insbesondere ein stabiles Bankensystem ist Voraussetzung für die Durchführung der Geldpolitik im ESZB und eine unverzichtbare Voraussetzung für das Funktionieren jeder Volkswirtschaft. Notenbanken leisten im Falle einer Liquiditätskrise u. U. Notfallhilfe an ansonsten solvente Kreditinstitute. Darüber hinaus sind die Notenbanken an der Abwicklung des Zahlungsverkehrs beteiligt und üben wegen der nicht unerheblichen Systemrisiken in diesem Bereich eine Oversightfunktion aus. Daraus ergeben sich Synergien, die sich für die Bankenaufsicht nutzen lassen.

Die Behandlung bankaufsichtlicher Fragen und die Fortentwicklung der bankaufsichtlichen Regelungen hat heute primär eine europäische und internationale Dimension. Die wichtigsten aufsichtlichen Neuerungen werden in internationalen Gremien diskutiert und dort verfasst.

Die Herausforderungen für die Aufsicht im sich ständig wandelnden europäischen Bankenmarkt sind sehr vielschichtig. Lassen Sie mich

nur auf wenige m. E. herausragende Aspekte eingehen. Wir erleben seit einigen Jahren eine Entwicklung, die mit ihren Dimensionen

- Europäisierung und Globalisierung,
- Konsolidierung sowie
- Technologisierung der Bankgeschäfte

ausgesprochen komplex ist und sich in den letzten beiden Jahrzehnten beschleunigt. Zum anderen möchte ich die daraus resultierenden Folgen für die Struktur und Arbeitsweise der Aufsicht diskutieren.

II

Meine Damen und Herren, der so genannte Europäische Pass für Finanzdienstleistungen hat sicher entscheidende Impulse für ein Zusammenwachsen der europäischen Finanzmärkte gegeben.

Seit einigen Jahren vollzieht sich im europäischen Finanzsystem ein ausgeprägter und sich beschleunigender Konsolidierungstrend. Die Integration der Märkte findet damit quasi auf einer höheren Ebene statt. Dieser Prozess hat zwei Dimensionen: den geographischen Aspekt und die Frage, welche Geschäftsaktivitäten von der Konzentration erfasst werden.

Bei der Analyse fällt auf, dass sich Fusionen und Zusammenschlüsse im europäischen Bankensektor bislang überwiegend im Rahmen

nationaler Märkte abgespielt haben. Grenzüberschreitende Zusammenschlüsse waren dagegen weniger zahlreich, standen wegen der Größe und Bekanntheit der Institute aber eher im Rampenlicht des öffentlichen Interesses. Als Beispiele seien erwähnt: Im Benelux-Raum die Übernahme der Banque Bruxelles Lambert (Belgien) durch ING (Niederlande), in den skandinavischen Ländern die Fusion von Merita Bank (Finnland), Nordbanken (Norwegen) und Uni-danmark (Dänemark) zur Nordic Baltic Holding sowie das jüngst angekündigte Zusammengehen von HypoVereinsbank und Bank Austria. Über den europäischen Horizont hinaus, ist z. B. die Fusion der Deutschen Bank mit Bankers Trust zu nennen.

Was sind die wichtigsten Gründe dafür, dass Fusionen bisher überwiegend innerhalb nationaler Märkte stattgefunden haben?

- Fusionen sind wesentlich einfacher zu realisieren, wenn sie sich im gewohnten kulturellen, sprachlichen und rechtlichen, insbesondere steuerlichen, Umfeld abspielen.
- Zum Teil sind nationale Fusionen eine Vorstufe grenzüberschreitender Expansion.
- Vor allem in den größeren Ländern bestehen bisher auf dem Heimatmarkt ausreichend Möglichkeiten für Fusionen und Diversifikationen, so dass ein Schritt über die Grenze nicht zwingend erforderlich ist.
- Die Unterschiede in den Unternehmenskulturen, die Reibungsverluste verursachen, treten grenzüberschreitend wesentlich

stärker zu Tage, insbesondere wenn Finanzinstitute aus Ländern mit unterschiedlichen Bankensystemen involviert sind.

Dennoch ist, durch die Einführung des Euro akzentuiert, eine Zunahme der Zahl paneuropäischer Fusionen zu erwarten. Im Vordergrund steht dabei der Wunsch nach Erschließung neuer Märkte und die Stärkung der eigenen Position im europäischen und globalen Wettbewerb. Größe wird als wichtiger Wettbewerbsfaktor angesehen.

Eine abschließende Bewertung dieser M&A-Aktivitäten ist schwierig, da sich die Wirkungen meist erst mittelfristig zeigen werden. Fusionen insbesondere von kleineren Instituten, tragen zu einer Konsolidierung im Bankensystem mit positiven Stabilitätseffekten bei. Andererseits können Fusionen und Zusammenschlüsse gerade zwischen großen Banken zu Strukturen führen, die möglicherweise schwer beherrschbar sind. Dieses Problem wird bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen noch verstärkt. Ganz große, über relativ viele Länder verteilte Banken und Finanzkonglomerate stellen die Aufseher vor große Herausforderungen. Diese Gebilde bedürfen einer verstärkten Aufsicht.

Die Auswirkungen von Fusionen auf die Finanzmarktstrukturen lassen sich aus heutiger Sicht kaum zuverlässig prognostizieren. Eine stärkere Ausprägung von Allfinanzstrukturen ist denkbar, ebenso wie eine Konzentration auf das Kerngeschäft unter Abspaltung von Randbereichen. Beide Tendenzen lassen sich beobachten ohne dass schon Umrisse der resultierenden Strukturen klar wären.

Das berührt natürlich die Frage nach der Zukunft der Universalbanken. Sind diese noch konkurrenzfähig oder werden sie durch Spezialbanken verdrängt, die gezielt versuchen, komparative Vorteile zu nutzen? Aus meiner Sicht hat die Universalbank Zukunft. Hierbei könnte sich aber eine stärkere Fokussierung auf Kernkompetenzen einstellen, um sowohl komparative Vorteile zu realisieren als auch die Vorzüge der Risikodiversifizierung zu nutzen. Eine Quersubventionierung der weniger profitablen Geschäftszweige durch ertragstarke Bereiche, wie sie in der Vergangenheit dem Universalbanksystem nachgesagt wurde, dürfte immer weniger mit dem competitiven Umfeld vereinbar sein, in dem sich die Institute heute befinden.

Meine Damen und Herren, eine zusätzliche Komponente der strukturellen Veränderungen im Bankenmarkt und oftmals deren treibende Kraft ist der enorme technologische Fortschritt. Vor allem das Electronic Banking einschließlich Electronic Brokerage schafft eine ganz neue, virtuelle Wettbewerbsplattform. Mit dem Internet ist ein Vertriebsweg mit niedrigen Fixkosten entstanden, der neben den größeren Instituten auch kleinen und neuen Banken in viel stärkerem Maße als bisher die Möglichkeit gibt, sich erfolgreich zu positionieren.

Um Kunden zu gewinnen, benötigen die Banken kein kostenintensives Filialnetz mehr. Mit den bisherigen so genannten „bricks and mortar banks“ konkurrieren Banken, die ihrer Kundschaft überwiegend sowie in Einzelfällen ausschließlich als „virtuelle Dienstleister“

gegenübertreten. Das Filialnetz der Kreditinstitute wird damit sicher nicht überflüssig; allerdings wird der ohnehin in vielen Ländern bestehende Druck verstärkt zur Rationalisierung und der Schließung von Filialen mit nicht ausreichendem Erfolgsbeitrag führen. Die Auswirkungen der neuen Möglichkeiten sind weit reichend. Neben den wirtschaftlichen Chancen, die sie bieten, bergen die neuen Technologien und speziell das Internet natürlich auch Risiken.

Neben strategischen Geschäftsrisiken spielen hier Sicherheitsaspekte eine bedeutende 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 unbedingt erkennbar ist, wo der juristische Sitz des Anbieters ist und ob es sich um ein bereits lizenziertes Unternehmen handelt.

Hinzu kommen Veränderungen der Marktbedingungen. So erhöhen die neuen Medien z. B. in erheblichem Maße die Transparenz der Leistungen und der Konditionen und beeinflussen so wesentlich das Nachfragerverhalten.

Meine Damen und Herren, welche Auswirkungen haben nun all diese Entwicklungen auf den Wettbewerb? Der technologische Fortschritt, gestiegene Transparenz und neue Anbieter sorgen tendenziell für eine verschärfte Konkurrenzsituation, die sich in Europa bei-

spielsweise in den kontinuierlich gesunkenen Zinsmargen wider-
spiegelt. Andererseits kann der Konsolidierungsprozess zu einem
Konzentrationsgrad führen, der den Wettbewerb einschränkt, wobei
der Wettbewerb bis zu einer gewissen Schwelle allerdings tenden-
ziell zunimmt. Die Situation ist in den europäischen Ländern unter-
schiedlich. In Deutschland jedenfalls haben die fünf größten Banken
lediglich einen Anteil von rund 17 % am inländischen Geschäftsvo-
lumen. Auch in einzelnen Geschäftssegmenten kann man nicht von
einer den Wettbewerb beschränkenden Stellung einzelner Institute
ausgehen. In anderen europäischen Ländern hingegen ist der Kon-
zentrationsgrad mit z. T. 60 bis 80 % wesentlich höher.

III

Meine Damen und Herren, für die Aufseher stellt sich natürlich die
Frage, wie auf diesen Wandel zu reagieren ist. Hierbei geht es auch
um eine angemessene Aufsichtsstruktur für Europa.

Die derzeitige Aufsichtsstruktur in Europa ruht auf drei Säulen:

- harmonisierte Regelungen bei gegenseitiger Anerkennung
- nationale Aufsichtskompetenz sowie
- Kooperation und Koordination

Die Aufsicht in Europa ist mit den Entwicklungen und Veränderun-
gen im Finanzsektor stets mitgewachsen und hat parallel zum Markt
gewissermaßen eine eigene Internationalisierungsstrategie verfolgt.

Hier sind zunächst die harmonisierten bankaufsichtlichen Regelungen bei gegenseitiger Anerkennung im Rahmen des europäischen Prinzips der Heimatlandkontrolle von wesentlicher Bedeutung. Auf diesem Gebiet sind insgesamt bedeutende Fortschritte für einen gemeinsamen europäischen Markt für Finanzdienstleistungen erzielt worden.

Von besonderer Bedeutung ist aber auch die intensive Kooperation der Aufsichtsinstitutionen bei der praktischen Umsetzung der Aufsicht, d. h. wir brauchen eine Konvergenz der Aufsichtspraktiken. Das gilt sowohl, um für die Marktteilnehmer auch auf dieser Ebene ein „level playing field“ zu gewährleisten, als auch, um den grenzüberschreitenden Aktivitäten Rechnung zu tragen und die administrativen Kosten gering zu halten, die durch die unterschiedlichen Aufsichtsregime entstehen. Hierzu erfolgt auf bilateraler Ebene eine Zusammenarbeit von Heimatland- und Gastlandaufsichtsbehörden, die durch einer Vielzahl so genannter „Memoranda of Understanding“ realisiert wird.

Hinzu kommen auf europäischer Ebene gut funktionierende multilaterale Kooperationsgremien. Die „älteste“ Gruppe ist die Groupe de Contact mit Schwerpunkt auf Fragen der Umsetzung bankaufsichtlicher Regelungen und Aufsichtspraktiken. Das bei der Kommission angesiedelte Banking Advisory Committee ist für die Beratung und Begleitung der Regulierungsvorhaben und ergänzender Bestimmungen zuständig und behandelt Auslegungsfragen. Das Banking Supervision Committee des ESZB ist eingesetzt worden, um eine

multilaterale Kooperation zwischen den Notenbanken und den Bankenaufsehern zu ermöglichen, wobei der Schwerpunkt auf der Analyse der Systemstabilität liegt. Der Round Table of Regulators in Brüssel, in dem die Vorsitzenden der verschiedenen sektoralen Gremien (Bankenaufseher, Wertpapieraufseher und Versicherungsaufseher) vertreten sind, beschäftigt sich mit sektorenübergreifenden Fragen der Aufsicht.

Gestützt auf dieses Gerüst aus Regelungen, Vereinbarungen und Gremien verfügt das gegenwärtige Aufsichtssystem durchaus über eine Erfolgsbilanz in punkto „financial stability“, die sich sehen lassen kann. Die jüngsten Krisen an den internationalen Finanzmärkten beispielsweise wurden vom europäischen Bankensektor mühelos bewältigt.

Das Ergebnis des unlängst vorgelegten „Report on Financial Stability“ einer hochrangigen Arbeitsgruppe (Henk Brouwer-Report) im Auftrag des Ecofin-Rates, lautet jedenfalls, dass der institutionelle Rahmen der Bankenaufsicht in der EU ausreichend, die Kooperation in der Aufsichtspraxis aber noch weiter zu verbessern sei.

Meine Damen und Herren, die Funktionsfähigkeit des derzeitigen europäischen Aufsichtsmodells wurde von dieser Arbeitsgruppe also grundsätzlich anerkannt. Allerdings gibt es gelegentlich kritische Stimmen, dass nationale Kompetenzen in der Aufsicht trotz Harmonisierung auf europäischer Ebene bei zunehmend globalen Bankgeschäften problematisch sein könnten.

So existieren trotz aller Bemühungen noch Aufsichtsbereiche, in denen die Regeln noch nicht harmonisiert sind, wie z. B. die Liquiditätsvorschriften.

Das europäische Regelwerk für die Bankenaufsicht beruht auf der Vorgabe von Mindeststandards. Dies lässt Raum für nationale Besonderheiten bei Umsetzung und Anwendung. Insbesondere durch die unterschiedlichen „supervisory practices“ kann es jedoch zu Wettbewerbswirkungen kommen. Die bereits erwähnte weitere Angleichung der Aufsichtspraktiken hat deshalb hohe Priorität und wird mit Nachdruck betrieben.

Als Schwäche des Systems werden auch bestimmte Zuständigkeiten kritisiert. So unterliegen Auslandstöchter von Instituten sowohl der Solvenzaufsicht auf konsolidierter Basis durch die Heimatlandbehörde des Mutterinstituts als auch der Einzelaufsicht durch die zuständige Behörde im Gastland. Rechtlich unselbständige Auslandszweigstellen dagegen werden hinsichtlich ihrer Solvenz allein durch die Aufsichtsinstanz am Sitz der Zentrale, hinsichtlich ihrer Liquidität jedoch auch von der Aufsichtsinstanz an ihrem Sitz überwacht. Daraus resultiert ein zusätzlicher Meldeaufwand. Erleichterungen würde vor allem der bereits in Aussicht genommene Übergang bei der Liquiditätsüberwachung von der Gast- zur Heimatlandaufsicht mit sich bringen. Zur weiteren Harmonisierung bedarf es einer europäischen Richtlinie der Kommission.

Schließlich kann das europäische, noch auf nationale Gesetzgebung angewiesene Aufsichtssystem neuen Entwicklungen auf den

Finanzmärkten nicht immer mit der erforderlichen Schnelligkeit begreifen. Dies ist aber kein originäres Problem der Aufsicht als solche, sondern Ergebnis des bestehenden europäischen Rechtsetzungsverfahrens, das - wo immer es möglich ist – beschleunigt werden sollte.

IV

Meine Damen und Herren, ich denke, es ist deutlich geworden, dass es sich bei der Frage einer angemessenen Aufsichtsstruktur für Europa um ein äußerst komplexes Thema handelt. Vor diesem Hintergrund wird von manchen Banken und Beobachtern der Entwicklung quasi als Patentlösung eine zentrale Aufsichtsstelle für Europa gefordert. Dabei ist strittig, ob und gegebenenfalls in welchem Umfang die Aufsicht von der Europäischen Zentralbank oder einem separaten europäischen Aufsichtsamt durchgeführt werden soll.

Ich stehe diesen Vorschlägen eher kritisch gegenüber, da sie m. E. keine wirkliche Lösung der Probleme darstellen und mit Blick auf die Finanzmarktstrukturen suboptimal wären. Mit der Errichtung einer zentralen Aufsichtsinstanz geht nicht automatisch die Vereinheitlichung der Aufsichtsregeln einher. Umgekehrt ist die Harmonisierung der Regeln auch ohne zentrale Instanz möglich.

Zur Weiterentwicklung des europäischen Aufsichtssystems sind m. E. noch intensive Überlegungen notwendig. Denn ein Aufsichtsmodell muss sich daran messen lassen, ob es das Ziel der System-

stabilität wirksam unterstützt und effizient funktionieren kann. Darüber hinaus muss es auch politisch tragfähig sein.

Wir haben bereits festgestellt, dass in der EU immer noch recht unterschiedliche Bankensysteme und Finanzmarktstrukturen existieren. Also lautet die grundlegende Frage doch: Sollte ein Aufsichtssystem den Markt determinieren oder sollte die Aufsicht vielmehr den Marktstrukturen folgen? Ich neige eher letzterem zu. Sicher muss auch für den Finanzsektor ein ordnungspolitischer Handlungsrahmen vorgegeben werden, da gerade dieser von besonderer Bedeutung für die gesamte Wirtschaft ist. Allerdings ist hier ein besonderes Fingerspitzengefühl erforderlich, um zu vermeiden, dass es durch regulatorische Vorgaben, seien sie nun inhaltlicher oder institutioneller Art, zu Strukturänderungen im Bankensektor kommt, die ökonomisch betrachtet keinen Zusatznutzen stiften.

Eine weitere Frage lautet: Ist die Integration der Finanzmärkte in Europa bereits so weit fortgeschritten, dass heute schon mit institutionellen Reformen bei der Bankenaufsicht geantwortet werden sollte? Ich glaube nein. Während der europäische Interbankengeldmarkt inzwischen hoch integriert ist, fehlt es in manchen Segmenten des Marktes für Bank- und Finanzdienstleistungen noch an Tiefe, Effizienz und Vollständigkeit. Z. B. das breite Kundengeschäft der Banks ist aufgrund weiterhin bestehender steuerlicher, rechtlicher und kultureller Unterschiede in den EU-Ländern eine weitgehend nationale Angelegenheit geblieben.

Hinzu kommt: Wären die Mitgliedsstaaten der EU derzeit bereit, über die Geldpolitik hinaus weitere nationale Hoheitsrechte in Gestalt der Kompetenz für die Bankenaufsicht an eine supranationale Instanz abzutreten? Eine zentrale Aufsicht müsste mit hoheitlichen Regelungs- und Eingriffskompetenzen ausgestattet sein. Wären Regierungen und auch die Öffentlichkeit bereit zu akzeptieren, dass eine Bank in ihrem Land von einer supranationalen Aufsichtsbehörde geschlossen wird und damit Ansprüche gegen den Steuerzahler auf nationaler Ebene aufgrund eines möglicherweise notwendigen bail-out ausgelöst werden? Im Falle einer Insolvenzkrise ginge es also um die europäische Entscheidung über den Einsatz nationaler Steuergelder.

Eine weitere Frage mit Blick auf die praktische Aufsichtstätigkeit lautet: Bringt eine zentrale Aufsichtsinstanz mehr Systemstabilität? Wie bereits erwähnt, liegt der geschäftliche Schwerpunkt der meisten Banken immer noch auf ihren Heimatmärkten. Und hier unterliegen sie der jeweiligen nationalen Aufsicht, die über besonders gute Kenntnisse des Rechtsrahmens und des Bankensystems verfügt. Grenzüberschreitende Fragen werden bereits heute in den verschiedenen multilateralen Koordinationsgremien behandelt. Die europaweite Diversifikation der Geschäftstätigkeiten muss natürlich weiter beobachtet werden, um gegebenenfalls das Aufsichtssystem anpassen zu können.

Aus meiner Sicht ist das Ziel nicht eine zentrale Instanz, sondern besser aufeinander abgestimmte Aufsichtsregeln und -praktiken. Ich vertraue darauf, dass das gegenwärtige Aufsichtssystem in Europa

in der Lage ist, die notwendige Angleichung unterschiedlicher Aufsichtsmethoden und der regulatorischen Rahmenbedingungen dynamisch voranzutreiben. Sicher bestehen noch Harmonisierungslücken, die es zu schließen gilt. Allerdings stünde dabei eine zentrale Aufsicht vor dem gleichen Problem, aufgrund der noch immer heterogenen Bankensysteme in Europa nationale Besonderheiten in ihrem Regelwerk berücksichtigen zu müssen. Das optimale Maß der Mindestharmonisierung ist daher zu definieren. Ob darüber hinausgehend eine vollständige Angleichung aller Regeln erforderlich ist, erscheint mir insbesondere aus Wettbewerbsgründen und wegen der unterschiedlichen Bankensysteme zumindest derzeit fraglich.

V

Meine Damen und Herren, welche Schlussfolgerungen sind zu ziehen? Wie die Analyse zeigt, gibt es keine einfachen Patentlösungen für ein angemessenes Aufsichtsmodell für Europa. Die heutige Aufsichtsstruktur ist m. E. funktionsfähig. Sie muss sich natürlich ständig den neuen Herausforderungen stellen und darauf angemessen reagieren.

Eine graduelle Fortentwicklung des bewährten Systems erscheint mir sachgerechter als ein „big bang“ in Form einer neuen Superaufsichtsbehörde in Europa. Ich verkenne keineswegs die Notwendigkeit einer raschen Angleichung von Aufsichtsregeln und Aufsichtspraktiken, um das System zu straffen, den administrativen Aufwand

für die Banken zu reduzieren und auch künftig ein „level playing field“ zu gewährleisten.

Dabei ist es aus meiner Sicht notwendig, auf europäischer Ebene einen Schritt weiterzugehen. Die bestehenden Koordinationsgremien haben gute Arbeit geleistet. Diese Foren sollten gestärkt werden, statt den m. E. zu großen und derzeit nicht angemessenen Schritt der Schaffung neuer Institutionen zu gehen. Dies würde dem Prozess der Harmonisierung neue Dynamik verleihen. Im Interesse der Finanzmarktstabilität auf europäischer Ebene ist es dabei notwendig, systemische Entwicklungen in den einzelnen Ländern zu einem Gesamtbild zusammen zu fügen. Mit dem Banking Supervision Committee (BSC) besteht bereits ein Gremium, das diesen Aspekt abdecken könnte. Dieser Ausschuss kann also als „observatory of systemic risk“ und als Koordinationsinstanz bei grenzüberschreitenden Fragen der Bankenaufsicht und des Krisenmanagements fungieren.

Meine Damen und Herren, ich bin überzeugt, mit einem solchen evolutionären und flexiblen Ansatz, der keine Finanzmarktentwicklungen präjudiziert und später verschiedene institutionelle Möglichkeiten erlaubt, können die Herausforderungen für die Aufsicht auch in Zukunft erfolgreich gemeistert werden.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Challenges for regulators in Europe

Speech by Edgar Meister, Member of the Directorate of the Deutsche Bundesbank

I

Developments in the financial system, and the associated issues relating to systemic risks, are of essential importance to both central banks and banking supervisors. For that reason, in particular, in eight of the eleven countries of the Eurosystem the central bank is either responsible for conducting banking supervision or plays an important role in it. A stable financial system and especially a stable banking system are preconditions to implementing monetary policy in the European System of Central Banks (ESCB) and are an indispensable prerequisite for any economy to function. In some cases, central banks provide emergency assistance to help otherwise solvent credit institutions resolve liquidity crises. Moreover, the central banks are involved in the clearing and settlement of payments and, due to the considerable systemic risks in that area, exercise an oversight function. This results in synergies which can be harnessed for prudential supervisory purposes.

Today, banking supervisory issues are addressed, and prudential supervisory regulations refined, primarily at the European and international levels. The most important innovations in prudential supervision are discussed and drafted in international committees. The challenges to supervisors in the ever-changing European banking market are very multi-layered. Let me address just a very few aspects which I think are of exceeding importance. For years we have been witnessing a trend characterised by: Europeanisation and globalisation; consolidation; and computerisation of banking business. This trend is exceptionally complex and has gathered pace over the last two years. Also, I would like to discuss the implications for the structure and operating procedure of banking supervisors.

II

The so-called "European Passport" for financial services has undoubtedly given a decisive boost to the integration of European financial markets. For some years, there has been a pronounced and accelerating trend towards consolidation in the European financial system. The integration of the markets is thus taking place at a higher level, as it were. There are two sides to this process: the geographical aspect, and the question as to what business activities are being caught up in the wave of concentration.

In the analysis, one notices that so far, mergers and takeovers in the European banking sector have been taking place mostly on national markets. By contrast, cross-border mergers have been fewer in number, but have been more in the public eye due to the size and stature of the institutions involved. For example: in the Benelux region, the takeover of the Belgian Banque Bruxelles Lambert by the Dutch bank ING; in Scandinavia, the merger of the Finnish Merita Bank,

Norway's Nordbanken and Denmark's Unidanmark to form Nordic Baltic Holding; and the recently announced merger of Germany's HypoVereinsbank and Bank Austria. One notable example of a merger beyond Europe's borders is that of Deutsche Bank with Bankers Trust.

What are the most important reasons why mergers have so far remained mostly within national markets? Mergers are more easily accomplished when they take place in familiar cultural surroundings, where the language and the legal framework—particularly the tax framework—are the same. In some cases, national mergers are a stepping-stone towards cross-border expansion. Up until now the home markets of the larger countries, in particular, have afforded sufficient opportunities for mergers and diversification, thus eliminating the urgent need to look across national borders. Differences in corporate cultures, which tend to cause friction, become more prominent in cross-border mergers, especially where financial institutions of countries with different banking systems are involved.

However, accentuated by the introduction of the euro, we may expect the number of pan-European mergers to go up. The primary aim is the desire of many companies to open up new markets and to strengthen their own European and global competitiveness; they consider size to be an important competitive factor.

It is difficult to come to a final assessment of these M&A activities since most of the effects will only surface in the medium term. Mergers of small institutions, in particular, contribute to a consolidation of the banking system, with positive stabilisation effects. By contrast, mergers and alliances among big banks may create structures which might be difficult to manage. The problem is magnified in the case of cross-border mergers. Extremely large banks and financial conglomerates spread out over relatively numerous countries present major challenges for supervisors. These structures require increased supervision.

It is hardly possible to reliably forecast today what the impact of mergers will be on financial market structures. A stronger focus on financial conglomerates is just as conceivable as a concentration towards core operations with marginal areas being spun off. Both trends can be observed, though the contours of the resulting structures are not yet clearly visible.

This will naturally affect the future of universal banks. Will they remain competitive or will they be pushed aside by specialised banks expressly aiming to make full use of comparative advantages? As I see it, the universal bank has a future. This future, though, may involve a stronger focus on core competencies both to utilise comparative advantages and to benefit from the advantages of risk diversification. Cross-subsidisation of less-profitable branches of business by profitable areas, as universal banks had a reputation for doing

ting reports. Relief could be given particularly by the already-envisioned transition from host-country to home-country liquidity supervision. Further harmonisation requires that a European Commission Directive be adopted. Finally, the European supervisory system, which is still based on national legislation, is not always able to react with the necessary speed to new developments in the financial markets. However, this is not a supervisory problem as such but rather the consequence of the existing European legislative process, which should be accelerated wherever possible.

IV

I do think it has become clear that the question of an adequate supervisory structure for Europe is an extremely complex subject. Against this background, some banks and observers have called for a central supervisory authority in Europe as a sort of panacea. However, controversy reigns as to whether, and if so, to what extent supervision should be carried out by the European Central Bank or a separate European supervisory institution. I tend to take a dim view of these proposals; in my opinion, they do not represent a real solution to the problem and would be less than optimal in view of the financial market structures. The establishment of a central supervisory authority does not automatically lead to a harmonisation of supervisory rules. Conversely, the rules can also be harmonised without a central institution being founded.

I feel that a lot of thought should still be given to further developing the European supervisory system; for the key measure of a supervisory model is its ability to effectively support the objective of system stability and to function efficiently. Moreover, it must also be politically viable. We have already noted that there is still a rather wide range of different banking systems and financial market structures in existence in the EU. Thus, the underlying question is: should a supervisory system determine the market or should prudential supervision follow market structures instead? I tend to lean towards the latter. Of course, it is necessary to define a regulatory policy framework for the financial sector, too, since precisely this sector is of particular importance to the macroeconomy. However, a very large dose of sensitivity for the situation is needed in order to keep regulatory guidelines, either material or institutional in nature, from causing structural changes in the banking sector which do not yield any additional economic benefit.

And here is another question: is the integration of financial markets in Europe already at such an advanced stage that this warrants institutional reforms of banking supervision in response? I think not. Whereas in the meantime the European interbank money market has already reached a high level of integration, some segments of the market for banking and financial services still lack the necessary depth, efficiency and completeness. For instance, retail banking has largely remained a national matter due to continuing differences in tax structures, legal regulation and cultural backgrounds among EU countries.

Adding to that, there is the following question: would the EU member states currently be willing to give up more national sovereignty above and beyond monetary policy, say, by transferring prudential supervisory powers to a supra-national institution? A central supervisory authority would have to be equipped with sovereign regulatory and intervention powers. Would governments and the public be prepared to accept a bank in their country being shut down by a supra-national supervisory authority, thus placing claims on taxpayers at the

national level, by means of a potentially necessary bailout? In an insolvency crisis, a European authority would be deciding how national tax revenue is used.

Another question that affects practical supervisory activity is this: does centralising supervision provide more systemic stability? As mentioned earlier, the focus of most banks' business is still on their home markets. And there, they are subject to their respective national supervisors, which can rely on especially profound knowledge of their country's legal framework and banking system. Cross-border issues are even today already being addressed in the various multilateral coordination bodies. The Europe-wide diversification of business activity must naturally remain under continued observation so that, if necessary, the supervisory system can be adapted accordingly.

The way I see it, the aim is not a centralised authority but rather an improved coordination of supervisory rules and practices. I am confident that the present supervisory system in Europe is capable of pressing forward with the necessary harmonisation of different supervisory methods and regulatory framework conditions in a dynamic manner. To be sure, there are still harmonisation gaps which remain to be closed. However, a centralised supervisory authority would be confronted with the same problem of having to take account of special national features in its regulatory framework owing to the still-heterogeneous banking systems in Europe. Therefore, the optimum minimum level of harmonisation needs to be defined. For the time being, at least, it seems questionable, in my view, whether a complete streamlining of all rules is necessary, particularly owing to the implications for competition and in light of the variety of banking systems.

V

What conclusions may we draw? As the analysis has shown, there are no simple one-size-fits-all solutions for an adequate supervisory model for Europe. I feel that the present supervisory structure is functionally viable. Naturally, it must constantly rise to new challenges and come up with suitable answers. A gradual refinement of the tried and tested system seems more suitable than a "big bang" in the form of a new, overarching supervisory authority in Europe. Don't get me wrong—I don't fail to recognise the need for a rapid harmonisation of supervisory rules and practices in order to make the system leaner, to reduce the administrative time and effort on the part of banks, and to keep the playing field level in future as well.

Yet I feel it is necessary to go one step further at the European level. The existing coordination bodies have done good work. These forums should be strengthened instead of taking what is, in my opinion, the too-large and currently not viable step of creating new institutions. Strengthening these forums would give an added boost to the process of harmonisation. In the interests of financial market stability at the European level, it is necessary to put together systemic developments in the individual countries to form a whole. With the Banking Supervision Committee, or BSC, we already have a body that could cover that aspect. This committee can function as an "observatory of systemic risk" and as a coordination body for cross-border banking supervisory and crisis management issues. I am convinced that with such an evolutionary and flexible approach which does not create a precedent for any financial market trends and which will later open up different institutional opportunities, challenges to supervisors can be met successfully in future, too.

in the past, will probably become less and less viable given the competitive waters in which these institutions are now swimming.

An additional element of structural change in the banking market—in fact, often their driving force—is enormous technological progress. Especially electronic banking, including electronic brokerage, is creating a brand-new virtual platform for competition. With the Internet, a distribution channel with low overhead costs has been created, which gives not only large banks but also small and new banks much greater opportunities than in the past to successfully jockey for position. To win customers, banks no longer need a high-cost network of branches. The “bricks and mortar” banks of the past are facing competition from banks that serve their customers for the most part—and in some cases exclusively—as “virtual service providers”. This will surely not render the credit institutions’ network of branches obsolete; however, pressure to downsize and to close insufficiently profitable branches, which already exists in many countries, will intensify. The implications of the new opportunities are far-reaching. But in addition to the economic opportunities they afford, the new technologies and specifically the Internet also, of course, harbour risks.

In addition to strategic business risks, security aspects also play a key role. Supervisors are thus paying great attention to those developments and are confronted with special challenges in this area. After all, the new media make it possible to offer financial services from anywhere, which means that potential customers, competitors and also supervisors cannot always tell where the provider legally domiciled is and whether or not the enterprise has already obtained a license. Adding to these are changes in market conditions. For example, the new media considerably enhance the transparency of services and terms of business and thus have a major impact on demand.

What is the effect of all these developments on competition? Technological advances, increased transparency and new providers will tend to heighten the competitive nature of the market, which in Europe is being reflected, for instance, in the continuing fall in interest-rate margins. However, the process of consolidation may lead to a degree of concentration which impairs competition, although up to a certain threshold competition is tending to increase. The situation is different throughout Europe. In Germany, at any rate, the five largest banks account for only 17% of the volume of domestic business. In individual business segments, too, it cannot be said that individual institutions have a position that impairs competition. By contrast, the degree of concentration in other European countries is much higher, reaching 60 to 80% in some cases.

III

Supervisors naturally need to figure out how to react to these changes. This also involves coming up with an adequate prudential supervisory structure for Europe.

Europe’s current banking supervisory structure rests on three pillars: harmonised regulations with mutual recognition; national responsibility for prudential supervision; and cooperation and coordination. Banking supervision in Europe has always evolved to keep pace with developments and changes in the financial sector and, in parallel to the market, has in a sense followed its own internationalisation strategy. To start with, the harmonised banking supervisory regulations characterised by mutual recognition within the framework of the European principle of home-country control are a key factor.

In that area, significant overall progress has been made towards a single European market for financial services.

However, the intensive cooperation among supervisory institutions in the practical implementation of supervision is also of special importance. That is to say, we need a convergence of prudential supervisory practices. This is not only to give market players a “level playing field” at that level, as well, but also to take account of cross-border activities and to keep the administrative costs generated by different supervisory regimes low. To this end, home and host country supervisory authorities are stepping up bilateral cooperation by means of a series of memoranda of understanding. This bilateral cooperation is joined at the European level by well-functioning multilateral cooperation agencies. The “oldest” group is the Groupe de Contact, which focuses on questions regarding the implementation of prudential supervisory regulations and practices. The task of the Banking Advisory Committee of the EU Commission is to discuss and observe regulatory plans and supplementary guidelines and to deal with issues of interpretation. The ESCB’s Banking Supervision Committee was formed to enable multilateral cooperation between central banks and banking supervisors, with stress being placed on the analysis of systemic stability. The Round Table of Regulators in Brussels, where the chairpersons of the various sectoral agencies (banking supervisors, securities supervisors and insurance supervisors) are represented, deals with cross-sectoral supervisory issues.

With this framework of regulations, agreements and agencies, the current supervisory system can boast quite a successful record in the area of financial stability. The most recent crises on international financial markets, for example, have been overcome by the European banking sector without any problems. At any event, according to the findings of the recently-presented “Report on Financial Security” of a high-ranking working group commissioned by the Ecofin council (also known as the “Henk Brouwer Report”), the institutional framework of EU banking supervision is sufficient, yet cooperation in practical prudential supervision needs further improvement.

The functionality of today’s European supervisory model has thus, in principle, been recognised by this working group. However, critics say occasionally that with banking operations becoming increasingly globalised, national responsibility for banking supervision could pose problems in spite of harmonisation at the European level. Thus, despite all efforts, there are still prudential supervisory areas where rules have not yet been harmonised, such as liquidity regulations. The European regulatory framework for prudential supervision rests on the setting of minimum standards. This leaves room for individual nations to implement and apply these standards in conformity with their special situations. However, particularly this variety of supervisory practices may have an impact on competition. The aforementioned continued harmonisation of supervisory practices is therefore of high priority and is being undertaken with vigour.

Critics have also indicated certain competencies as being a weakness of the system. Thus, foreign subsidiaries of institutions are subject both to consolidated solvency supervision by the parent country’s home authority and to individual supervision by the competent authority in the host country. Legally dependent foreign branches, by contrast, are supervised in terms of their solvency solely by the supervisory authority at the domicile of the headquarters but, in terms of their liquidity, also by the supervisory authority in their host country. This requires additional time and effort for submit-

Embargo:
September 29, 2000, 11:15 a.m. CET

Deutsche Bundesbank

Dr Juergen Stark

Deputy Governor

of the Deutsche Bundesbank

**The role of the euro in the world - past developments and future
perspectives**

Speech delivered at the BIS/BBk-Conference

in Frankfurt/Main

Friday, September 29, 2000

I Introduction

Great expectations were attached to the international role of the euro, especially by politicians. However, a currency's international importance is primarily determined by international financial markets. It depends on the policies pursued in the currency area and on the amount of confidence which financial market players have in the currency.

Both of these aspects are important for assessing the role of the euro in the world. Use of the euro by the international financial markets will be strengthened by *further progress towards an integrated European financial market*. But equally important are *credible policies* in the euro area, with a monetary policy geared towards price stability and fiscal and structural policies that promote sustained non-inflationary growth. In addition, the *Eurosystem's involvement in international institutions and fora* contributes to a more stable international financial system.

It should be borne in mind that on the part of central banks there was no intention to displace the US dollar with the euro. The Eurosystem maintains a *neutral stance* regarding the international use of the euro – just as the Bundesbank did in the past with regard to the D-Mark. Confidence of the markets is gained by pursuing a credible policy. The crucial requirement, therefore, is that the contractual principles of monetary union are strictly applied and become a living reality; then it will be up to the markets to assess the currency's international role.

The history of the international financial system taught us that a shift from one reserve currency to another takes time. This could be experienced when the US-Dollar took over the role of the leading reserve currency as successor of the Pound Sterling long after the US became the leading financial market. Since then also the D-Mark and the Yen became reserve currencies to some extent.

During the fifty years of its history, the D-Mark rose to the position of the second most important international currency after the dollar. At the end of 1998, 13 % of the exchange reserves and 10 ½ % of international bonds were denominated in D-Mark. As already mentioned, this process was not actively fostered by the German authorities. On the contrary, for a long time the Federal Government and the Bundesbank endeavoured to curb the development of the D-Mark into a reserve currency. Even so, on account of its stability advantage and the associated confidence of global investors, the D-Mark grew into the role of an international currency.

There can be no doubt that the international role of the euro has the potential to develop further. Notwithstanding the Eurosystem's neutral stance of neither fostering nor hindering the international use of its currency, the euro does provide a potential alternative to the US dollar as an international currency.

The neutral stance is not incompatible with efforts to promote an efficient and fully integrated financial market for euro-denominated assets and liabilities, which may have the indirect effect of making

the euro more attractive to international investors. As the euro's international use is expected to gradually increase over time, this will have policy implications for the relationships of the euro area with outside countries.

II The international use of the euro

Let me first turn to the *use of the euro as an official reserve*. The introduction of the euro caused a structural break in the composition of the foreign reserve assets of the euro area countries because those foreign reserves which had previously been held in the predecessor currencies of the euro – notably D-Mark – became domestic assets as soon as the single currency was introduced. If this effect is disregarded, the euro has held up well compared with its constituent predecessor currencies.

The euro has established itself as the world's second most important reserve currency. Our calculations show that – after eliminating the "automatic domestication effect" at the turn of 1998 – the D-Mark, French franc, Dutch guilder and private ECU had a combined share of 14 ½ % in the global foreign exchange reserves at the end of 1998. By comparison, the corresponding share held by the euro at the end of March 1999 was just under 14 % and in the subsequent four quarters it remained more or less constant at just over 13 %. Based on the exchange rates prevailing at the start of 1999, however, the euro's share actually increased during 1999 by ¾ percentage point and in the first quarter of 2000 rose by a further

½ point to almost 16 %. The euro has thus surpassed the combined share of its main constituent predecessor currencies.

The US dollar still is the unchallenged leading reserve currency – and will remain so for the foreseeable future. According to the latest figures 67 ½ % of the global foreign exchange reserves in March 2000 were denominated in US dollars. However, eliminating exchange rate fluctuations, the share of the US dollar increased by just over 1 percentage point in the course of 1999 and then showed virtually no change up to March 2000.

The use of a currency as an official reserve is one important factor in determining its international role. However, its *use by the private sector* as an investment and financing, a payment and vehicle currency is pivotal.

The introduction of the euro accentuated the integration of European capital markets and the trend towards securitisation and the associated disintermediation of the banking sector. The euro also acted as a catalyst in diversifying European portfolios away from local-market-based to euro-based issues.

Developments in the international financial markets show that the euro quickly established itself for *new issues*. Thus, in the first nine months following its introduction, the euro accounted for a large share of international bonds and notes issues and almost equalled the dollar: According to BIS data, in 1999

- net issues of bonds and notes in euro amounted to 521.2 bn US-\$;
- 543.9 bn US-\$ of net bonds and notes issues were dominated in US-Dollar.
- For the second quarter of 2000 the BIS reports net issues of bonds and notes in euro equal to 95.8 bn US-\$
- compared with a net issue in US-Dollar equal to 96.1 bn US-\$.

But the euro is still a young currency: according to the BIS, by end of June 2000 stocks of all bonds and notes amounted to

- 2,615.6 bn US-\$ denominated in US-Dollar
- compared with 1,616.0 bn US-\$ denominated in euro,
- which means a share of the US-Dollar of 47.7 % compared to a share of the euro of 29.7 %.

That shows that adjustments in the portfolios of international investors or in official reserves of the public sector will take much longer as much bigger sums have to be moved and large-scale portfolio shifts would have implications for securities prices and exchange rates.

It is also highly unlikely that the euro will displace the dollar as an investment and reserve currency in the foreseeable future because there is no public issuer in the euro area comparable to the US-Treasury and because the European capital markets are still fragmented to some extent – despite monetary union.

Considering the first point, it has been suggested recently that national governments in the euro area should pool their debt issuing in one *central agency*, acting on behalf of borrowing governments. This suggestion was made with reference to the greater liquidity that such a procedure would create for the euro-denominated government bond market and the savings in borrowing costs it would allow.

You will hardly be surprised that I do not agree with this proposal. Admittedly, a few basis points might perhaps be saved in the debt management of some governments of small countries or countries with low debt levels in the short run. However, a pooling of debt issuance would also mean pooling risks and liabilities of the debtors. This would be a violation of Article 103 of the European Union Treaty, the so-called "no-bail-out clause", which prevents governments from assuming any liability for other governments' debt. Such sharing of liabilities, in my view, could create moral hazard that would undermine the credibility of the new currency. The result would be higher rather than lower long-term interest rates, leading to higher borrowing costs for member states.

Concerning the development of a single European capital market it is obvious that transnational integration in capital markets is a gradual process. Nevertheless, this process has already, within the first months of the new currency, acquired considerable momentum. In fact, the development of broad, deep and liquid capital markets covering the whole of the euro area is one of the great potentials of European Monetary Union (EMU). However, despite a greater

degree of coordination, the fiscal, economic and social policies of the participating countries will, for the present, remain a national responsibility. Therefore, a euro-denominated government debt market of similar liquidity and homogeneity as the market for Treasury bonds in the US might emerge only as the long-term result of a sustained evolutionary process of political integration.

A single market for financial services has been under construction in the EU since 1973. With the introduction of the euro there has been a two-fold development on capital markets concerning bond and stock markets. The immediate conversion of government issues into euro and the large degree of harmonisation in market conventions due to competition have played a major part in the market becoming more homogeneous. On the other hand the European stock market landscape is still distinctly fragmented with a large number of market models, trading and settlement systems, despite the cooperation and merger activities which have been initiated.

Furthermore, businesses and consumers continue to be denied cross-border access to financial institutions. It is therefore crucial that – in addition to the self-regulation of the markets, which will lead to a further consolidation of the stock market landscape in Europe – the action plan adopted by the European Council to implement the internal market for financial services by 2002 is also rigorously applied.

III Credible policies in the euro area

The further development of the international role of the euro will depend in the first place on the confidence which the financial markets place in the new currency. In the long run this trust in a currency can only be earned by pursuing credible policies.

For *monetary policy* this means safeguarding price stability. The Maastricht Treaty created the institutional framework for the European Central Bank (ECB) to pursue a credible, stability oriented policy. And with the transparent monetary policy strategy and instruments the ECB Governing Council and the ECB have the means to fulfill their mandate of safeguarding the internal value of the euro.

However, other policies, particularly *fiscal and structural policies* are equally important for the euro to earn credibility. Now that the instruments of exchange rate policy are no longer available within the euro area, negative effects of a lax budgetary policy can be passed on much more easily to other member countries and also impair monetary policy. The Treaty therefore contains a procedure designed to avoid excessive deficits. The Stability and Growth Pact has spelled out these requirements in greater detail and envisages the imposition of sanctions.

Although monetary policy became centralised with the introduction of the euro, budgetary and other economic policies remain largely decentralised. Given the different economic structures and different

adjustment problems of the individual regions, however, it is an advantage that these policies remain a national responsibility in keeping with the principle of subsidiarity. While coordination is necessary to ensure that economic policy measures do not adversely affect the other countries, there is no need for extensive centralisation.

If the agents keep to the institutional and contractual provisions, an optimum policy mix will emerge almost automatically. From a monetary policy point of view, the key requirement is to ensure that the euro's internal value remains strong. Fiscal policies, which remain a national matter, must remain committed to the goal of stability and – given the current favourable macroeconomic situation – the consolidation efforts need to be stepped up even further. The other policy fields must steadfastly continue along the path of growth-promoting structural reforms upon which they have embarked.

The existing structural problems on the labour markets differ from one member state to another and can therefore only be solved by each of the member states themselves. In major areas such as structural reforms or wage policy, decentralised decisions are thus necessary. All demands for "more harmonisation" at the European level have to be met with scepticism. By contrast, competition between the countries of the euro area is desirable in the field of economic policy because the euro area countries must not forget that they must also hold their own in global competition. Thus, I am

very much in agreement with the so called “best-practices” approach of the Cardiff-process.

IV EU enlargement and the role of the euro

As far as the role of the euro in the countries of Central and Eastern Europe (CEE) and of the Community of Independent States (CIS) is concerned, it is – in its national denominations, in particular the D-Mark – already used as a parallel currency. It plays a special role on the Balkans. The euro also serves as an anchor in currency board regimes there. The ongoing *process of enlargement* of the EU will have important repercussions for the international role of the euro. Now that accession talks and negotiations have started the question of the monetary policy relations between the euro area and the accession countries has become a major issue.

A clear distinction is to be made between becoming a member in the EU and the joining of the euro-area. An extended transitional period is needed between a country's accession to the EU and its entry into the final stage of monetary union without a derogation. Moreover, an immediate introduction of the euro would be impossible on legal grounds, too. Only after a country has joined the EU can it begin to participate in the deficit procedure. And an assessment of whether a country meets the convergence criteria may be made, at the earliest, two years after its accession to the EU.

But over and above these minimum periods, the accession countries must go through a process of nominal and real convergence, without

which entry into the monetary union would be neither in the interest of the current members of EMU nor in the interest of the accession countries themselves. Particularly real or structural convergence is a process that takes time and continues after accession to the EU. Portugal may serve as an example: After membership, it took Portugal seven years to enter ERM I in 1992 and fully liberalise capital flows and another seven years to enter EMU. In the early nineties, at the time of the Maastricht treaty, Portugal and Spain appeared to be at a higher level of structural convergence than the accession countries at the current stage. It seems unlikely that at the time of accession a sufficient level of structural or real convergence can be guaranteed in order to be able to commit to EMU. Therefore a higher degree of real convergence with focus on specific structural and administrative convergence issues after accession seems to be crucial.

Concerning monetary policy, at a very early stage – preferably even before joining the EU –, the accession countries must adopt the Community's *acquis communautaire*. From the point of view of the ESCB this particularly concerns the legal underpinning of the central bank's independence. At the same time, particular attention should be given to the stability of the banking system and the financial markets in the accession countries. Even prior to accession, the economic policy of candidate countries must be geared towards stability-oriented monetary and budgetary policies coupled with the necessary structural reforms. On the other hand, no universally valid rules can be laid down for exchange rate policy prior to accession.

The timetable from accession to the EU until the introduction of the euro must then be based on the individual progress made by each accession country. At present there is a broad range of exchange rate regimes in CEE countries. In our view membership of ERM II is of crucial importance. Under the terms of ERM II the accession countries are responsible for ensuring the stability of their currencies vis-à-vis the euro. Pegs to currencies other than the euro or a crawling peg are incompatible with participation in ERM II. The goal is the stabilisation of the exchange rate; in this system, adjustments of the central rate are the exception, not the rule.

A more difficult question in this context is how currency board arrangements should be assessed. On the one hand, a successful currency board can indicate that fiscal and wage policy makers are prepared to subject themselves to the constraints of a single monetary policy and that necessary adjustments occur via the real economy. On the other hand, however, experience shows that inflation frequently remains higher in currency board countries than in the country with the anchor currency, thus resulting in a real appreciation of the currency. The task of setting the right exchange rate via a currency board is made harder by the fact that no role is assigned to the market. Once such a country joins the monetary union, there is then a danger that its parity does not correspond to the fundamentals and that the country consequently joins EMU at the "wrong" exchange rate.

From a formal point of view a currency board is hardly compatible with the framework of ERM II. Euro-based currency board

arrangements cannot be regarded as an acceptable substitute for participation in ERM II, neither can be any form of "euroization". However, currency boards can be seen as a unilateral formal *ex ante* commitment augmenting the commitment to exchange rate stability deriving from participation in ERM II. The appropriateness of euro-based currency board arrangements therefore will have to be assessed on a case-by-case basis, avoiding any general encouragement to introduce such arrangements.

V The international role of the Eurosystem

Allow me to discuss some institutional aspects of the role of the euro, in particular the Eurosystem's *responsibility for the global monetary system*. In this respect the question of the international representation of the Eurosystem is relevant for the international role of the euro.

The Eurosystem as a new regime of global importance in the field of monetary and foreign exchange policy has to be represented externally in an appropriate manner and have commensurate representation in international bodies.

At its meeting in *December 1998 in Vienna*, the European Council agreed on the *principles* for the external representation of the Community in Stage 3 of EMU in international fora such as the G-7 and the IMF by endorsing the Report of the Ecofin Council on this issue.

Since the external representation in Stage 3 implied changes in the organisation of international fora, it was clear to the Council that third countries and institutions would need to be persuaded to accept the solutions proposed by the EU. The Council called for a pragmatic approach that should minimise the adoption of rules and practices, provided that it resulted in an outcome which gave proper recognition to the role of the euro.

For representation concerning issues of particular relevance to EMU (Article 109 section (4)), the Council suggested using early pragmatic solutions that should be developed over time and adhere to the following principles:

- The Community must speak with one voice,
- the Community shall be represented at the Council/ministerial level and at the central banking level, and
- the Commission "will be involved in the Community's external representation to the extent required to enable it to perform the role assigned to it by the Treaty."

At their meeting on June 12, 1999 in Frankfurt, the G-7 finance ministers agreed on changes to the format of *meetings of G-7 finance ministers and central bank governors*, and stated:

- Future meetings will consist of two parts. Part one will cover the world economy/multilateral surveillance and exchange rate matters. Part two will be open for the discussion of all other issues concerning the international financial system.
- The presidency of the Euro-Group (minister and deputy) and the President of the ECB will attend Part one of the meetings because of the importance of surveillance and exchange rate issues to EMU. They will thus replace the governors of national central banks of the Eurosystem.
- The governors of NCBs will in turn participate in Part two, that is when issues concerning the international financial system are discussed.
- Consistent with current practice, the European Commission will not participate in the meetings except on specific issues as determined by the finance ministers.

Concerning the representation at the *International Monetary Fund*, the Council suggested considering solutions that do not require an amendment to the Articles of Agreement of the IMF. In this regard, a first step had already been taken at the time of the Council's Report:

- The IMF Executive Board had agreed to grant the ECB a position as an observer on the Board.
- Furthermore, the Council suggested that views of the European Community and EMU would be presented to the IMF Board by the Executive Director of the member state holding the Euro-

Group presidency. He would be assisted by a representative from the Commission (so-called Vienna Compromise on the IMF).

The current solutions for the Eurosystem's representation within the G-7 and in the IMF might be rather transitional in nature.

Negotiations on this issue are of paramount importance, since the Council stated in its report that solutions for the G-7 will provide a basis for finding solutions for other groupings.

An important step in preparing for future negotiations with non-European partners is judging whether Europe's position has been strengthened or weakened by the Vienna compromise and its implementation.

The outcome of the G-7 negotiations in June 1999 has clearly reduced and fragmented Europe's presence: The NCBs of France, Germany and Italy have been removed from the surveillance and exchange rate sessions, while the ECB and the Euro-Group have not been granted regular access to the other parts of G-7 meetings.

Bearing that in mind, Europeans might ask whether it would have been better to maintain the status quo or to make France, Germany and Italy speak for Europe on an alternating basis. But, who should represent Europe on the political level? To be clear on that subject, in the longer run, common external representation of the euro area is not possible without progress towards a political union.

VI Future perspectives – does the euro need a political union?

The future international role of the euro will depend not least on the extent to which *European integration* can be successfully deepened; only in this way can monetary union be credible in future, too. At first sight this view appears to contradict the view that there is no need for extensive centralisation. As I see it, however, this is not a contradiction as these are quite separate issues: on the one hand ensuring healthy competition in economic, tax and structural policies, and on the other hand continuing the process of political integration. This is a logical implication of the step towards integration represented by a monetary union. A monetary union is more than a technical federation for the management of the single currency. A monetary union must be based on a joint political commitment on the part of the countries participating in it.

This inevitably raises the question as to the outlook beyond monetary union and, in particular, as to the finality of the integration process. Against the backdrop of EU enlargement, too, it is important and necessary to present credible prospects leading towards a political union.

The Maastricht Treaty created the technical preconditions for the functional viability of monetary union. These are based on the fundamental principle of the single market as the overarching regulatory framework and are also underpinned by the principle of subsidiarity. They therefore manage with a minimum of the constructional elements of political union – but nevertheless

comprise all the mechanisms needed to guard against potential conflicts between a single monetary policy and fiscal policies, which remain the responsibilities of the member states. Technically, the construction of the monetary union is thus adequately secured.

Why then is progress towards a political union necessary? A stable internal structure of the union can ultimately only develop from a growing *awareness of community*. This awareness of community should be based on accepted political institutions and transparent decision-making processes, but should also permit the coexistence of the many different nationally and culturally determined special features without conflicting with or being in opposition to the Community's tasks. Admittedly, such a political integration does not leave room for national self-centredness. But complete harmonisation and standardisation with the objective of a firmly fixed European state structure would not have any chance of becoming a reality either.

By contrast, it will be much more important on the external side to present the union as a single economic area and, politically, as an economic power factor. To do this, it will be necessary to develop the relevant arrangements and to strengthen the political representation of the currency area on the external side.

From a legal point of view, this boils down to the question of a future constitution of Europe. Against that background, it is much less complex and detailed than might be assumed at a first glance. Here, the most important thing will be to continue developing regulations

that already exist and to divide responsibilities among nation states and the Union.

Community institutions with clearly defined tasks and responsibilities might be helpful beyond the narrow area of economic policy. But, at present, it has to remain an open question whether the nation states are actually prepared to transfer powers to European bodies in the core area of state sovereignty.

Without a political union there cannot be a uniform external representation of the euro area. A benchmark in this connection might be a permanent seat on the United Nations Security Council. An indication from France and the United Kingdom of their willingness to give up their seats in favour of a European seat on this body would be a very clear signal of the willingness to make progress towards a political union.

The basis for extending the international role of the euro will be improved by making further advances in integration on the way towards a political union. The euro is not merely the result of a technical exchange rate arrangement but also is an expression of the willingness and determination to achieve further integration. Such further progress is therefore the precondition for the credibility of the monetary union and an appropriate international role of the euro in future.

Embargo:
October 8, 2000, 4.00 p.m. CET

Deutsche Bundesbank

Professor Hermann Remsperger

Member of the Directorate
of the Deutsche Bundesbank

Euro markets in a global context

Speech to be delivered at the Gulf Euro Summit
in Dubai
on October 8, 2000

I

European economic and monetary union (EMU) has brought about important changes in the framework for financial markets. This is particularly true of the 11 European countries which have merged their national currencies into a single currency, the euro, and which have been conducting a common monetary policy since 1999. However, these changes also apply to market participants in other countries which maintain economic and financial relations with the countries participating in EMU. They, too, no longer have to deal with different EMU currencies but only with a single one. Thus, non-participating states have increasingly perceived the EMU countries as a single area.

Let me start by saying that the euro area represents a relatively large economy. In economic terms, the euro area comes close to the size of the United States; both economic areas are far larger than Japan. Measured in terms of world GDP, the US share is about 20.8 %. The share of the euro area amounts to 15.5 %. It is significantly larger than that of Japan (7.4 %). The population of the euro area, at around 290 million, is larger than that of the United States (270 million) and of Japan (125 million).

The size and capacity of an economic area is of significant relevance to its currency and to the evolution of its financial markets: economies of scale play an important role, especially in determining the degree to which the money is used. A large economic area generates a large "natural constituency" for its own currency. If a currency is widely accepted, this normally lowers transaction costs, thus attracting international customers and spreading the currency even farther beyond its domestic area.

The argument of size is all the more 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 ratio for the United States, which is 15 %, or Japan, which is just under 9 %.¹

II

If the three large economic regions are examined with respect to their different financing structures then it quickly becomes apparent that loan-based financing via the banking sector is still important for the euro area. The volume of credit which euro-area monetary

financial institutions have granted to resident enterprises is, at over 100 % of the euro area's GDP, twice as high as the corresponding figure for the United States (47.5 %). In Japan, bank loans, which amount to 92 % of GDP, also play a relatively important role in the financing operations between different economic sectors.²

By contrast, the US economy may be described as a *securitised economy*; much of the financing is done not through the banking system but directly on the securities markets. At the end of 1999 *outstanding domestic debt securities* in the United States were valued at over US \$ 15,000 billion, or 161 % of GDP. In the euro area they came to around 90 % of GDP and in Japan to 131 %, although in the latter case it should be borne in mind that many of the debt securities were issued by the public sector.

It is also interesting to observe the amount of financing which companies obtain on the capital market. Whereas euro-area corporates have issued debt securities amounting to only 3.5 % of GDP, the corresponding ratio for Japan is four times as high and for the United States eight times as high. The figures for equity market capitalisation confirm the initial impression that the securitisation of

lending has an upward potential in the euro area. Expressed as a percentage of GDP, market capitalisation in the euro area is only about half as large as that in the United States or in Japan.

However, while it is true that the financial system in the euro area is still more oriented towards the banking industry, bond and equity markets have already begun to play a bigger role. There is also reason to believe that the presumed dominance of bank loans has been exaggerated and the degree of equity financing correspondingly underestimated. New data for Germany show that at the end of 1998 the volume of bank loans to non-financial companies exceeded equity financing by a mere 5.3 %. In addition, the aforementioned figures provide only a snapshot at a certain point of time and, as such, do not reflect changes in their status.

As far as the euro area, in particular, is concerned, the introduction of a single currency has contributed to a process of adjustment, which tends to promote the securitisation of corporate financing. Thus the volume of corporate bonds outstanding in the euro area has increased by approximately one quarter since the start of EMU.

This segment of the euro-area capital market, which started off on a small scale, now presents one of the highest growth rates.³

Meanwhile, the banking sector remains engaged in a process of consolidation, as it has been for some time now. In 1999 the number of monetary financial institutions in the euro area declined by around 5 %. The introduction of the euro, together with technological innovations and the deregulation, liberalisation and globalisation of financial markets, have led to even fiercer competition among the banks.

An increasing shift from traditional forms of banking intermediation towards the securitisation of assets and liabilities does not mean that the "Anglo-Saxon market-oriented model" of a financial system is principally superior to a bank-oriented system. Both systems have their inherent advantages and drawbacks. This is why the financial system in a particular economy is not based exclusively on one model or the other. Only the extent to which one financing alternative is preferred to others differs from one economy to the next. Even so, it seems to me that the relative advantages also change over time, depending on the underlying economic and

financial conditions. This appears to be precisely what is happening now in the euro area.

III

The changes on the euro financial markets would seem to suggest – at least at first glance – that national markets are now converging to form a single market. I would argue, however, that this has occurred to varying degrees in different market segments.

The greatest degree of integration has been achieved in the euro money market, and within this area it is best exemplified by uncollateralised inter-bank deposits:⁴ Here the interest-rate differential between individual euro-area countries is minimal. Cross-border transactions already account for more than one-half of money market operations. And trade volumes have risen significantly, compared with the period prior to monetary union.

It was extremely important for the success of monetary policy in the Eurosystem that a single money market was established right after the introduction of the euro. Only a well-developed money market is

capable of ensuring a smooth distribution of liquidity across the euro area and the efficient transmission of monetary policy impulses.

The euro bond markets have become "larger" and grown closer together. In order to survive the more intense competition within the euro area, major issuers (especially the national governments) are attempting to redesign their debt securities to make them as attractive as possible to potential investors. Thus some euro-area countries have begun to concentrate their issues on specific maturities in order to increase their liquidity and achieve benchmark status in certain market segments.

Investors have also adapted quickly to the new market conditions and – if the figures for Germany are any indication – have invested heavily in the bonds of other euro-area countries. As a result, the interest-rate differentials for euro-area government bonds have narrowed appreciably. The remaining small spreads are largely due to differences in liquidity.

The progress that has already been made does not, however, detract from the fact that differences in the legal systems and

settlement systems stand in the way of a more far-reaching integration of the bond and equity markets. In comparison with the United States, for example, they give rise to unnecessary transaction costs. Estimates suggest that a better market infrastructure could reduce the settlement costs involved in cross-border securities transactions so much that they would then be at a level comparable to that of domestic transactions.

IV

Now I would like to talk about the euro's role among the other major international currencies. Here it is important to distinguish between two separate issues: the market shares which the euro has captured as an investment and reserve currency and the movements in the euro's exchange rate.

While it is true that the euro is a new currency, it was able to benefit from the world-wide acceptance of mainly the DM. This is especially evident in the size of its market shares. The euro is the second most important international investment and reserve currency, after the dollar, and its market shares far exceed those of the yen:

Around one-quarter of cross-border bank positions are denominated in euro. The corresponding shares of the US dollar and the yen amount to somewhat more than 40 % and just under 10 %, respectively.⁵ The euro accounts for 30 % of the international debt securities outstanding, the US dollar for 48 % and the yen for 10 %. If new business alone is taken into account, the euro, since its introduction, has more or less kept pace with the dollar. If this trend continues, the shares which the euro and the dollar have in the world-wide market for debt securities outstanding will also converge over the longer term.

The euro's growing importance on the international financial markets contrasted sharply with its exchange-rate movements. How could the euro gain market shares on the international financial markets while losing so much of its value? First, it must be borne in mind that the euro as an issue currency has benefited from low interest rates. Together with a generally falling euro exchange rate, the low interest rates for the euro, have served to attract issuers from all over the world.

A look at the past may prove helpful in providing a second 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 rates.

Looking for possible causes for the recent weakness of the euro, it will soon become apparent that the euro's exchange rate reacted asymmetrically to macroeconomic events on each side of the Atlantic. Thus, the successful passage of the tax reform bill in Germany was barely acknowledged in exchange rate movements while the surprisingly large growth in US GDP in the second quarter was reflected rather quickly in a corresponding fall in the euro exchange rate. Apparently, the uncertainties associated with the euro area received more attention than those affecting the US economy.

Exchange rates do not, however, consistently move in only one direction. Cyclical developments may revive the diversification argument as a strategic consideration. Moreover, empirical studies

support the view that the composition of foreign exchange reserves to some extent reflects the structure of external trade and financial ties. If the euro were to become more popular among private market participants, it might also significantly improve its fortunes as a reserve currency.

The role that the euro has so far played as a reserve currency has been rather modest. Although it also occupies second place in this segment after the dollar, the gap between the two is large. IMF estimates have set the volume of foreign reserves held in euro at the end of 1999 at 12.5 %, compared with a US dollar share of 66.2 % and a yen share of 5.1 %.⁶ However, one could argue that the euro has held up well in comparison with its predecessor currencies.

V

At this point, allow me to summarize while at the same time casting a glance towards the future. With the introduction of the euro, the balance of forces within the international financial system has shifted. A second currency now exists alongside the dollar which - given the size and economic strength of the euro area's financial markets - has the potential to become a significant currency with

global status. The extent to which the euro will actually realise this potential also depends on political decisions taken within the euro area and on the confidence which market participants world-wide place in the new currency.

Thus the first priority must be to guarantee the internal stability of the euro. This constitutes the primary objective of the Eurosystem, which has already reacted to imminent inflation risks with several interest-rate increases. However, economic and fiscal policy makers, who are capable of accelerating economic momentum in the euro area through the appropriate structural reforms, are also called upon to act. Much has already been undertaken or set in motion, as in the case of taxation policy. However, the markets have not (yet) rewarded these efforts.

Important policy initiatives still have to be introduced in the financial markets as well. The introduction of the euro has succeeded in ending the segmentation into different national currency zones and in intensifying the competition in individual market areas. Some obstacles to the integration process only really became apparent once this had been achieved. If one is truly to speak of uniform

financial markets in the euro area, priorities for the future will have to include further improvements in the infrastructure of the equity and bond markets and a standardisation of legal and administrative frameworks. Transaction costs between two euro-area countries should not entail higher costs than those of purely domestic transactions. Moreover, transaction costs within the euro area must not be higher than the international standard, if the euro is to prosper in international competition with other currencies.

Let me conclude by emphasising that the financial market trends in the euro-area should also be seen in the light of the developments in the “real” sector of the economy. The financial system not only has to accommodate the changes in the real sector but it also has to support them. In my view, innovative financial services – either provided by banks or directly by markets – play a key role in creating a “New Economy”. In this context banks and insurance companies are sometimes portrayed as a part of the old economy whereas venture capital firms are mentioned as a driving force for a new economy. It is my opinion, however, that this division between old and new is rather artificial. In Germany last year 56 % of the funds of venture capital investment companies was provided by banks and

insurance companies. Seen in a global context I do believe that the market for venture capital has a big potential for growth in the euro-area. With this positive outlook on a very special and very important segment of euro-financial markets I'd like to finish my presentation.

Endnotes

- ¹ For the source of these figures, see ECB, *The euro area one year after the introduction of the euro: key characteristics and changes in the financial structure*, Monthly Bulletin, January 2000, pp. 35-49.
- ² For more on this see also OECD Financial Market Trends No. 76, July 2000, *Main Changes in the Financial Structure of the Euro-Zone since the Introduction of the Euro*, pp. 109-127.
- ³ According to data released by the ECB, only the issues of "non-monetary financial corporations" are growing at a faster rate at the present time, having increased at a rate of around 48 % up to the end of June 2000.
- ⁴ See Javier Santillán, Marc Bayle and Christian Thygesen, *Impact of the Euro on Money and Bond Markets*, ECB Occasional Paper Series No. 1, July 2000.
- ⁵ The figures given for these shares are based on data, which the BIS regularly publishes in its Quarterly Review. See BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, August 2000.
- ⁶ See IMF, *Annual Report 2000*, Table I.2.

Sendesperrfrist:
13. Oktober 2000, 12:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Prof. Dr. Hermann Remsperger

Mitglied des Direktoriums

der Deutschen Bundesbank

**Konjunkturelle Perspektiven und Wachstumschancen im
Euro-Raum und in Deutschland**

Vortrag auf der Tagung der Compass Partners International

London

am Freitag, 13. Oktober 2000

Konjunkturelle Perspektiven und Wachstumschancen im Euro-Raum und in Deutschland*

Blickt man auf die Wirtschaftsdiskussion der letzten zwei Jahre zurück, so fällt ein rascher Themen- bzw. Stimmungswechsel in der Debatte auf. War zunächst die Deflationsthese in aller Munde, dominieren nun Inflationsängste. Galt die Fortsetzung des Aufschwungs noch im Frühjahr d. J. als ausgemachte Sache und sahen einige Beobachter die ‚new economy‘ bereits in Europa eingetroffen, so mehren sich in letzter Zeit angesichts kräftig gestiegener Rohölpreise und der Euro-Schwäche die Stimmen, die ein Abbrechen oder zumindest eine deutliche Verlangsamung des Wachstumsprozesses in der EWU nicht ausschließen.

Als Belege dafür werden unter anderem der mehrfache Rückgang des Geschäftsklimaindex in Deutschland, die relativ bescheidene ‚Performance‘ in Italien sowie Kursabschläge an den Aktienmärkten genommen. Die verschiedenen Protestaktionen gegen die gestiegenen Energiekosten in einigen Mitgliedsländern der EWU und die

* Ich danke Herrn Dr. Scheuer und Herrn Weth für ihre Unterstützung.

nicht immer überzeugende Reaktion der Wirtschaftspolitik dämpften die Stimmung ebenfalls. Schließlich scheint durch die Ölpreis- und wechselkursbedingte Verschlechterung der Terms of Trade Sand in das Konjunkturgetriebe gekommen zu sein. Nach meiner Auffassung deuten jedoch wichtige Indikatoren darauf hin, dass die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum bei einem möglicherweise etwas flacheren Anstiegswinkel aufwärtsgerichtet bleibt.

I.

Nach den ersten vorläufigen Ergebnissen von Eurostat hat sich der Aufschwung in der EWU im ersten Halbjahr mit unverminderter Dynamik fortgesetzt. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm weiter zu. Sie lag im zweiten Quartal um 3,7 % höher als vor Jahresfrist. Dies war die stärkste Expansion seit dem Boom Anfang der neunziger Jahre. Dabei gingen vom Export zwar erneut kräftige Impulse aus, dem standen aber noch stärkere Importsteigerungen gegenüber, so dass das BIP-

Wachstum per saldo ausschließlich von der Binnennachfrage getragen wurde. Vor allem der private Verbrauch und die Vorratsinvestitionen nahmen deutlich zu, während die Bruttoanlageinvestitionen stagnierten. Hier sollte jedoch beachtet werden, dass die Vorratsinvestitionen bei späteren BIP-Berechnungen erfahrungsgemäß nach unten und andere Nachfragekomponenten nach oben korrigiert werden. Dafür spricht auch, dass das Verarbeitende Gewerbe nach der Umfrage vom März/April seine Investitionspläne gegenüber der Befragung vom Herbst 1999 kräftig nach oben revidiert hat.

Den vorliegenden Informationen zufolge hat die günstige konjunkturelle Entwicklung in der EWU auch nach der Jahresmitte angehalten. Der Indikator für das Vertrauen in der Industrie lag im August/September zwar geringfügig unter dem Stand vom Juni/Juli, er bewegte sich aber immer noch auf dem Rekordniveau in der Boomphase Ende der achtziger/Anfang der neunziger Jahre. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie ist von April bis Juli nochmals gestiegen, wenn auch nur leicht. Die anhaltend kräftige Produktionsausweitung im Euro-Raum hat auch maßgeblich zu der weiteren Verbesserung der Arbeitsmarktlage beigetragen. Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im August mit saisonbereinigt 9 % um fast einen Prozentpunkt niedriger als vor Jahresfrist. In fünf

der elf EWU-Staaten waren zuletzt weniger als 5 % der Erwerbspersonen als arbeitslos registriert.

Sorgen bereitet die aktuelle Preisentwicklung in der EWU. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe hat sich zwar im August auf Grund einer vorübergehenden Beruhigung an den Ölmarkten leicht auf 2,3 % vermindert, für September ist aber mit einer erneuten Verstärkung des Preisauftriebs zu rechnen. In acht der elf Staaten lagen die Preissteigerungsraten in den ersten acht Monaten über der mittelfristigen Stabilitätsnorm in der EZB. Maßgeblich für den seit Jahresende 1999 zu beobachtenden verstärkten Preisauftrieb war der kräftige Anstieg der Energiepreise. Die Kerninflation, bei der die Preise für Energie und Nahrungsmittel ausgeschaltet werden, belief sich im August - wie schon seit einiger Zeit - auf 1,3 %. Gebremst wurde die Preisentwicklung in der EWU insbesondere durch die industriellen Konsumgüter (ohne Energie) sowie bearbeitete Nahrungsmittel, deren Preise sich nur unterdurchschnittlich erhöhten.

In Deutschland hat sich der Aufschwung im ersten Halbjahr 2000 ebenfalls weiter gefestigt. Das BIP-Wachstum verstärkte sich im

zweiten Quartal sogar. Im gesamten ersten Halbjahr wurde (saison- und kalenderbereinigt) ein auf Jahresrate umgerechnetes Expansionstempo von 3 ½ % erreicht. Anders als in der EWU insgesamt waren in Deutschland die Exporte weiterhin die Hauptantriebskraft. Die Binnenkonjunktur hat jedoch im Frühjahr ebenfalls etwas an Schwung gewonnen. Belastet wurde der Aufschwung in Deutschland freilich bis zuletzt durch die harte Landung der Bauwirtschaft, die vor allem in Ostdeutschland - nach der stürmischen Bautätigkeit in der ersten Hälfte der neunziger Jahre - immer noch unter hohem Anpassungsdruck steht. Hier liegt auch ein wesentlicher Grund dafür, dass Deutschland innerhalb der EWU nicht zur konjunkturellen Spitzengruppe zählt.

Die erneute Schwäche der Baukonjunktur zur Jahresmitte hat auch maßgeblich zur Verschlechterung des Geschäftsklimas in der gewerblichen Wirtschaft insgesamt beigetragen. Dagegen ist der Indikator für das Verarbeitende Gewerbe jüngst wieder etwas gestiegen, nachdem er in den beiden Monaten zuvor rückläufig gewesen war. Zu dieser Stimmungseintrübung hatte nicht zuletzt der rückläufige Pkw-Absatz im Inland beigetragen, was häufig schon als Vorbote einer allgemeinen Abschwächung der

Konsumnachfrage interpretiert worden ist. Die Beruhigung der Autokonjunktur sollte aber vor dem Hintergrund der sehr hohen Verkaufszahlen in den Vorjahren und dem jungen Fahrzeugbestand gesehen werden. Insgesamt betrachtet signalisiert der Stimmungsindikator kein Abbrechen des Aufschwungs, sondern eher eine leichte Abschwächung des Expansionstemos der Wirtschaft im Herbst.

Auf eine Fortsetzung der guten Industriekonjunktur deutet der Auftragseingang beim Verarbeitenden Gewerbe nach der Jahresmitte hin. Das Auslandsgeschäft hat im Juli/August weiter expandiert. Die Inlandsnachfrage konnte sich weitgehend auf hohem Niveau behaupten. Die Industrieproduktion überschritt im gleichen Zeitraum saisonbereinigt nochmals den bereits hohen Stand der Frühjahrsmonate und war arbeitstäglich 8 % höher als ein Jahr zuvor.

Im Gefolge des konjunkturellen Aufschwungs hat sich auch die Lage am deutschen Arbeitsmarkt weiter verbessert. Von einem „Wachstum am Arbeitsmarkt vorbei“ kann in Deutschland nicht die Rede sein. Binnen Jahresfrist ist die

Arbeitslosigkeit insgesamt um eine viertel Million zurückgegangen. Nach den Berechnungen der Bundesanstalt für Arbeit lag die Arbeitslosenquote zuletzt mit saisonbereinigt 9,4 % (bzw. 8,3 % in der standardisierten Abgrenzung) deutlich unter dem EWU-Durchschnitt. Korrekturbedürftig ist auch das Bild, wonach die deutsche Wirtschaft nicht in der Lage sei, Arbeitsplätze zu schaffen. Nach den neuesten Erkenntnissen liegt die Zahl der Erwerbstätigen für das Jahr 1998 nunmehr um 3 ½ Millionen oder 10 ½ % höher als nach der alten Rechnung. Allerdings sollte man auch mit diesen Zahlen vorsichtig umgehen. Vor allem ist zu beachten, dass ein wesentlicher Teil dieses Zuwachses auf die Einstellung von Teilzeitkräften zurückgeht.

Auf Grund der im August deutlich gestiegenen Ölnotierungen überschritt die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe im September mit + 2,5 % erstmals seit 1997 wieder die zwei Prozentmarke. Gleichwohl hat sich die Teuerung in der Grundtendenz bislang nicht nennenswert verstärkt. Die Kerninflationsrate, die den Einfluss

volatiler Komponenten auszuschließen versucht, belief sich in letzter Zeit auf lediglich rund 1 %. Das war kaum mehr als in den ersten Monaten dieses Jahres. Dazu hat die entspannte Kostensituation in Deutschland maßgeblich beigetragen. Die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten waren im ersten Halbjahr sogar etwas niedriger als vor Jahresfrist.

Die Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedsländern in der EWU beim Wirtschaftswachstum und bei den Preisen haben sich in den letzten Jahren zwar verringert, sie sind aber immer noch beachtlich. Vor allem einige kleinere Länder und Spanien zeichnen sich durch deutlich höhere Wachstumsraten aus als die großen Staaten, insbesondere Italien und Deutschland. Soweit die Differenzen damit zusammenhängen, dass die Länder in unterschiedlicher Weise vom Zinskonvergenzprozess im Vorfeld der dritten Stufe der Währungsunion profitiert haben oder die Expansion durch Sonderfaktoren - beispielsweise den erwähnten Anpassungsprozess in der deutschen Bauwirtschaft - belastet wird, dürfte die zyklisch bedingte Wachstumsdivergenz mit fortschreitender Zeit kleiner werden. Zum Teil spiegelt das Wachstumsgefälle jedoch Abweichungen beim Potenzialpfad wider, die in der Regel

längerfristiger Natur sind. Solche Unterschiede stellen eine notwendige Voraussetzung für den Aufholprozess jener Volkswirtschaften dar, deren Wohlstandsniveau noch deutlich unter dem EWU-Durchschnitt liegt.

In ähnlicher Weise muss auch bei den Inflationsunterschieden zwischen zyklischen Faktoren und längerfristigen Tendenzen getrennt werden. In einigen kleineren Teilnehmerstaaten liegen die Teuerungsraten inzwischen um ein bis dreieinhalb Prozentpunkte über dem EWU-Durchschnitt. Dies liegt einerseits an einem verstärkten hausgemachten Preisdruck auf Grund konjunktureller Überhitzungen, der jetzt mit den inflationären Impulsen von außen zusammentrifft. Andererseits spielen in diesen Ländern aber auch die in der Literatur als Balassa-Samuelson-Effekt beschriebenen strukturellen Faktoren eine Rolle. Danach steigen in den Ländern, die sich im wirtschaftlichen Aufholprozess befinden, die Preise für nicht-handelbare Güter von einem niedrigeren Niveau aus stärker als in den wirtschaftlich fortgeschritteneren Ländern. Auf diese Weise gleichen sich die Preisniveaus einander an. Deswegen bilden die relativ hohen Preissteigerungsraten in den wirtschaftlich

aufholenden EWU-Ländern auch keinen geeigneten „Frühindikator“ für die gesamte Preisentwicklung in der EWU.

Die drastische Ölverteuerung hat im Zusammenwirken mit der Euro-Schwäche nicht nur das Preisklima in der EWU belastet, sondern sie dämpft tendenziell auch die Binnenkonjunktur. Mit der Verschlechterung der Terms of Trade ist ein beträchtlicher realer Einkommenstransfer zu Gunsten der ölexportierenden Länder verbunden, der in den Ölverbraucherländern einen entsprechenden Kaufkraftentzug zur Folge hat. Darin wird vielfach ein erhöhtes Risiko für die weitere Aufwärtsentwicklung in der EWU und in Deutschland gesehen. Man darf jedoch nicht vernachlässigen, dass dem Kaufkraftentzug in den Ölverbraucherländern Realeinkommensgewinne bei den Ölförderstaaten gegenüberstehen, die mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung zu einer höheren Nachfrage nach Exportgütern in den Industrieländern führen. Dies gilt umso mehr, als sich die meisten Ölexport-Länder in den Jahren 1997/98 auf Grund der niedrigen Erlöse aus dem Ölgeschäft gezwungen sahen, „den Gürtel enger zu schnallen“. Der Nachholbedarf dürfte deshalb bei den Ölförderländern recht groß sein. Dies gilt in besonderem Maße für die bevölkerungsreichen Staaten, die in der

Regel eine hohe gesamtwirtschaftliche Absorptionsneigung aufweisen.

Nicht überzeugend sind in diesem Zusammenhang Szenarien, die sich allein an den negativen Auswirkungen der starken Ölpreiserhöhungen in den siebziger und Anfang der achtziger Jahre orientieren. Dabei wird zum einen außer Acht gelassen, dass die Abhängigkeit der Industrieländer vom Öl heute sehr viel geringer ist als damals. Zum anderen ist das stabilitätspolitische Umfeld derzeit günstiger. Die starken Ölverteuerungen in den siebziger und Anfang der achtziger Jahre lösten in den Industrieländern einen Verteilungskampf aus, der zu einer beträchtlichen Verstärkung der Inflation führte und die Geldpolitik veranlasste, die monetären Zügel kräftig anzuziehen. Im Gegensatz dazu ist es in der EWU bisher nur vereinzelt zu Zweit rundeneffekten gekommen. Hier ist aber große Wachsamkeit geboten, zumal sich vor allem in den kleineren Ländern bereits erste konjunkturelle Überhitzungserscheinungen gezeigt haben.

In Deutschland sind die Tarifabschlüsse in der diesjährigen Lohnrunde für weite Teile der Wirtschaft niedriger ausgefallen als

1999. Damit ist ein Gegengewicht zur Verteuerung importierter Vorleistungen geschaffen worden. Zudem weisen die Tarifverträge für die großen Branchen Laufzeiten zwischen 21 Monaten und zweieinhalb Jahren auf. Von der Tarifseite ist in Deutschland keine Beschleunigung des Preisanstiegs angelegt. Die Gewinnmargen der deutschen Unternehmen dürften deshalb nur vergleichsweise wenig in Mitleidenschaft gezogen werden, so dass bei weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen und steuerlichen Erleichterungen ab 2001 wichtige ‚fundamentals‘ für ein Anhalten der lebhaften Investitionskonjunktur recht gut sind.

Nach der vom IWF veröffentlichten Herbstprognose wird die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum in diesem und im nächsten Jahr um jeweils $3\frac{1}{2}\%$ expandieren. Damit könnte 2001 erstmals seit 1991 wieder eine höhere Expansionsrate erzielt werden als in den USA, wo sich das Wirtschaftswachstum nach der IWF-Prognose ausgehend von $5\frac{1}{4}\%$ im laufenden Jahr auf $3\frac{1}{4}\%$ verlangsamen wird. Es spricht im Übrigen wenig dafür, dass der Euro-Raum durch die Ölverteuerung erheblich stärker in Mitleidenschaft gezogen wird als die amerikanische Wirtschaft. In den USA ist zwar die Verschlechterung der Terms of Trade

moderater ausgefallen, dem steht aber gegenüber, dass – abgesehen von der niedrigen steuerlichen Belastung - die Energieeffizienz dort erheblich niedriger ist als in Europa.

Die Wachstumseinbußen im Euro-Raum und in Deutschland werden sich voraussichtlich auch deshalb in Grenzen halten, weil im nächsten Jahr von der Fiskalpolitik expansive Impulse auf die Binnennachfrage ausgehen. So haben Frankreich, Italien, Deutschland sowie die Niederlande umfangreiche Steuer- und Abgabenentlastungen beschlossen oder in Aussicht gestellt. Die französische Regierung hat Ende August für die Jahre 2001 bis 2003 Steuersenkungen im Umfang von 120 Mrd Franc bzw. gut 1 % des BIP angekündigt. Die für 2001 geplante erste Stufe der Steuererleichterungen wird mit reichlich $\frac{1}{2}$ % des BIP am stärksten ins Gewicht fallen.

Die zur Jahresmitte in Deutschland beschlossene Steuerreform stellt insgesamt betrachtet einen wichtigen Beitrag zur Verbesserung der Wachstums- und Beschäftigungsbedingungen dar. Die beachtliche Senkung der Steuersätze führt grundsätzlich dazu, dass die anreizverzerrenden Wirkungen des Steuersystems reduziert werden

und der Staat seine Ansprüche an die volkswirtschaftlichen Ressourcen zurücknimmt. Darüber hinaus ist zu erwarten, dass die Steuerbefreiung der Gewinne aus Beteiligungsveräußerungen viele Kapitalgesellschaften zur Umstrukturierung ihres Beteiligungsbesitzes veranlassen wird. Der von der Steuerreform wahrscheinlich ausgehende zusätzliche Nachfrageimpuls im Inland, der im kommenden Jahr vor allem den privaten Konsum betrifft, lässt sich auf $\frac{1}{2}\%$ des Bruttoinlandsprodukts veranschlagen.

Die Bruttoanlageinvestitionen in der EWU werden in den nächsten Jahren zusätzlich vom Aufbau des neuen UMTS-Standards beförgelt werden. So sollen in Europa insgesamt etwa 60 neue Netze errichtet werden, was erhebliche Investitionen in die Infrastruktur und in periphere Bereiche erfordert. Allein für Deutschland werden die zusätzlichen Ausrüstungsinvestitionen im Zusammenhang mit den UMTS-Lizenzen auf $1\frac{1}{2}\%$ der gesamtwirtschaftlichen Bruttoanlageinvestitionen bzw. $\frac{1}{3}\%$ des realen BIP geschätzt. Dabei ist aber zu beachten, dass sich die Investitionen über mehrere Jahre verteilen. Zudem soll in Deutschland ein beträchtlicher Teil der Zinseinsparungen des Staates zur Finanzierung öffentlicher Investitionen eingesetzt werden.

II.

Im Zusammenspiel mit der zyklischen Aufwärtsentwicklung und unterstützt durch strukturelle Reformen haben sich nach meiner Einschätzung auch die längerfristigen Wachstumsperspektiven im Euro-Raum und in Deutschland inzwischen deutlich verbessert. Der Kapazitätseffekt der laufenden Investitionen wird, wenngleich erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung, die Zunahme des Kapitalstocks positiv beeinflussen. Zudem ist die Korrektur der Erwerbstätigenzahl in Deutschland zu berücksichtigen.

Oft wird in diesem Zusammenhang auch darauf verwiesen, dass sich durch den vermehrten Einsatz der Informations- und Kommunikationstechnologie das Produktivitätswachstum beschleunigt, die Ausweitung der Produktionskapazitäten einer Volkswirtschaft dauerhaft verstärkt und der Spielraum für ein spannungsfreies Produktionswachstum erhöht. In den USA scheint es einen solchen positiven Einfluss auf den Produktivitätsanstieg, der unter dem Schlagwort „New Economy“ diskutiert wird, seit Mitte der neunziger Jahre zu geben. Dieser Effekt hat dort wohl mit dazu

beigetragen, dass die Wirtschaft ein sehr kräftiges Wachstum bei langer Zeit moderater Teuerung erzielen konnte.

In Deutschland und den übrigen Mitgliedstaaten der EWU - aber auch in den übrigen Industriestaaten - hat sich der vermehrte Einsatz der Informations- und Kommunikationstechnologie bisher zumeist noch nicht in einer messbaren nennenswerten Verstärkung der gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsrate niedergeschlagen. Dies könnte daran liegen, dass die neuen Technologien in Westeuropa noch ein relativ geringes Gewicht haben. Die „New Economy“ könnte sich aber hier zu Lande mit rasch zunehmender Verbreitung von IT-Produkten mehr und mehr bemerkbar machen. Im Bereich der Telekommunikation zeichnet sich nach Ansicht einiger Beobachter sogar ein technologischer Vorsprung Westeuropas gegenüber den USA ab.

Zum Teil lässt sich das in den amtlichen Statistiken erscheinende Gefälle zwischen den USA und der Mehrzahl der anderen Industrieländern auch auf methodische Unterschiede bei der Erfassung der Produktion und der Nutzung von EDV- und Kommunikationsgeräten zurückführen. Deshalb dürfte die

„Technologielücke“ zwischen den USA und dem Euro-Raum weniger groß sein, als es der Blick in die amtliche Statistik nahegelegt. Dies lässt sich am Beispiel der EDV-Investitionen als Indikator für die Nutzung neuer Technologien gut demonstrieren. In den USA sind die realen Ausgaben für diese Güter im Zeitraum von 1992 bis 1999 im Jahresdurchschnitt um rund 40 % gestiegen. Dagegen haben sie in Deutschland nach der amtlichen Statistik lediglich um 6 % p. a. zugenommen. Diese Diskrepanz wird jedoch auf Grund unterschiedlicher Methoden der Deflationierung, insbesondere der Qualitätsbereinigung, in beiden Ländern überzeichnet.

Nach der US-Statistik sind Computer von 1991 bis 1999 um vier Fünftel billiger geworden, während die Preise der deutschen Statistik zufolge nur um ein Fünftel gesunken sind. Verwendet man für die Preisbereinigung der EDV-Ausrüstungen in Deutschland den US-Deflator, so ergibt sich ein Anstieg um jahresdurchschnittlich 27 ½ %. Dies ist zwar immer noch weniger als in den USA, die Wachstumsdifferenz in diesem Segment ist jedoch erheblich geringer als bei einem Vergleich auf der Grundlage der traditionellen Preismessung in Deutschland.

Ein stärkeres Wachstum der realen EDV-Ausrüstungen in Deutschland bedeutet rein rechnerisch einen höheren Beitrag der Ausrüstungsinvestitionen zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts. Wie groß der BIP-Wachstumseffekt tatsächlich ist, lässt sich jedoch nur im Rahmen umfangreicher Berechnungen abschätzen. Nachdem im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom August 2000 auf diese Problematik hingewiesen worden war, sind solche Berechnungen von verschiedener Seite angestellt worden. Die Ergebnisse liegen in einer Bandbreite von 0,1 Prozentpunkt bis 0,5 Prozentpunkte. Selbst wenn sich zeigen sollte, dass der Wachstumseffekt nicht sehr stark ins Gewicht fällt, so ist m. E. nicht zu bestreiten, dass die neuen Technologien in Deutschland – und wohl auch im Euro-Raum insgesamt – erheblich stärker verbreitet sind und intensiver genutzt werden, als bisher angenommen worden ist.

Eine nachhaltige Zunahme der wirtschaftlichen Dynamik lässt sich jedoch nicht allein durch den vermehrten Einsatz neuer Technologien bewerkstelligen. Hinzukommen muss eine hohe Flexibilität an den Produkt- und Arbeitsmärkten, die in Westeuropa – trotz der bereits gemachten Fortschritte – weniger gegeben ist als in der amerikanischen Wirtschaft. Die Regierungen in Europa bleiben deshalb gefordert, den eingeschlagenen Weg in der Deregulierung und bei der Privatisierung von bisher staatlich kontrollierten oder regulierten Unternehmen fortzusetzen. Zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Arbeitsmärkte ist es darüber hinaus notwendig, den Steuer- und Abgabenkeil zwischen Produzenten- und Konsumentenlohn zu reduzieren. Insgesamt betrachtet scheint es um die internationale Wettbewerbsfähigkeit der EWU-Länder jedoch besser bestellt zu sein, als es in den letzten Monaten gelegentlich dargestellt worden ist. Zusammengefasst heißt all dies, dass im Euro-Raum trotz der Risiken „am aktuellen Rand“ ein beachtliches langfristiges Wachstumspotenzial steckt.

Sendesperrfrist:
16. Oktober 2000, 17:00 Uhr MEZ



Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Monetäre und wirtschaftliche Perspektiven
in Deutschland und Europa**

Vortrag vor dem CSU Wirtschaftsbeirat
in München
am 16. Oktober 2000

I

Ich bin gerne nach München gekommen und möchte Ihnen meine Sicht über die „Monetären und wirtschaftlichen Perspektiven in Deutschland und Europa“ darlegen. Dazu gehört zunächst die Erörterung der aktuellen Lage. Darüber hinaus sollen jedoch Perspektiven entwickelt werden. Perspektiven für morgen sind aber abhängig von den „politischen Weichenstellungen“, die wir heute vornehmen.

Der Rahmen, in dem wir handeln müssen, wird oft mit unpersönlichen Schlagwörtern – wie Globalisierung, Wissensgesellschaft oder Digitalisierung – umschrieben. Diese Formulierungen täuschen über die menschliche Urheberschaft dieser Entwicklungen hinweg. Die Politik muss diesen neuen Rahmen berücksichtigen. Sie darf sich aber nicht aus der Verantwortung stehlen, indem sie auf diese scheinbar allmächtigen Trends verweist. Zugegeben, der Zug der Zeit rast schnell. Doch in Europa, auf nationaler Ebene, aber auch in den Ländern, Regionen und vor Ort können viele Weichenstellungen aktiv vollzogen werden, um „dem Zug die gewünschte Fahrtrichtung“ zu geben.

Es geht darum, nachhaltiges und hohes inflationsfreies Wirtschaftswachstum zu erzielen. Dies wird in der Folge auch die Beschäftigung ankurbeln und die Chancen für alle verbessern. Inflationsfreies Wirtschaftswachstum und zunehmende Beschäftigung führen nicht nur zu steigenden Realeinkommen, sondern sie helfen auch, Armut abzubauen und Verteilungsprobleme zu lösen. Darüber hinaus mindern sie gesellschaftliche Probleme wie politischen Extremismus und stärken die Akzeptanz unserer freiheitlich demokratischen Grundordnung.

II

Meine Damen und Herren, der Erörterung der nötigen „Weichenstellungen“ muss eine Analyse der aktuellen Wirtschaftslage vorausgehen. Prof. Issing, Chefvolkswirt der EZB, hat vor kurzem sehr treffend festgestellt, dass

„die Wirtschaftslage im Euro-Raum besser ist als zu irgendeinem Zeitpunkt in den letzten zwei Jahrzehnten.“

Wir erleben in Euroland relativ hohes Wirtschaftswachstum (in 2000 und 2001 geschätzt über 3 %). Nach ersten Schätzungen von Eurostat stieg das reale BIP im 2. Quartal 2000 um 3,8 % gegenüber dem Vorjahr an. Die Kapazitätsauslastung liegt bei 83,8 % und damit mehr als zwei Prozentpunkte über dem langjährigen Durchschnitt. Das Investitionsverhalten wird nicht nur vom Export getragen. Vielmehr wird es begünstigt durch Kostendisziplin, den Drang, technologische Neuerungen umzusetzen, die verbreiterte Finanzierungsbasis und die niedrigen Zinsen.

Die deutschen Daten sind ähnlich gut. Im Konjunkturzyklus liegt Deutschland etwas hinter anderen Ländern zurück. Einige Mitgliedsländer in der Währungsunion profitieren überdurchschnittlich von der „Konvergenzdividende“. Das heißt, der konjunkturelle Impuls durch die nominale Konvergenz der Zinsen wirkte sich in ehemaligen Hochzinstältern besonders stark aus (Irland, Spanien, Portugal).

Der Europäische Zentralbankrat hat von Anfang an das Ziel der Preisstabilität entschlossen verfolgt. Risiken für die Preisstabilität liegen derzeit in den Ölpreissteigerungen, der Euro-Schwäche, der relativ stark steigenden Geldmenge (zuletzt im Durchschnitt 5,3 % gegenüber dem Referenzwert von 4,5 %) und auf mittlere Sicht auch in der anziehenden Konjunktur. Der EZB-Rat hat deshalb seit November des vergangenen Jahres den Leitzins in sieben Schritten um 2,25 Prozentpunkte auf nun 4,75 % angehoben, zuletzt am Donnerstag vor einer Woche.

In Deutschland stieg das Jahreswachstum des Harmonisierten Verbraucherpreisindex im September auf 2,6 %. In der Presse wurde herausgestellt, dass dies der höchste Wert seit 1994 sei. Diese Tatsache verstehе ich zunächst als Lob für die Arbeit der Bundesbank und der Europäischen Zentralbank in der Vergangenheit. Offensichtlich profitieren wir von einem hohen Niveau an Preisstabilität seit über sechs Jahren. Das Ziel bleibt aber, die gesamte Preissteigerung mittelfristig wieder unter 2 % zu drücken.

Bezogen auf die aktuelle Situation ist jedoch festzuhalten, dass die Kerninflation, also die Inflationsrate ohne Berücksichtigung der Ölpreisverteuerung, bei 1,2 % liegt. Wollte man den Effekt des Ölpreisanstieges auf die Preissteigerung vollständig unterbinden, müsste man eine restriktive Geldpolitik „fahren“. Dadurch würden Konjunktur und Wachstum beeinträchtigt. Der EZB-Rat will dies nicht. Ein kurzfristiger Anstieg der Preissteigerung aufgrund externer Faktoren kann durch die Geldpolitik nicht verhindert werden. Die Erhöhung des Ölpreises bedeutet einen Rückgang des Realeinkommens

im Eurogebiet. Versuche, die sich daraus ergebende Belastung innerhalb der Volkswirtschaft zu verlagern, gefährden möglicherweise die Fortsetzung eines inflationsfreien Wachstums. Auch die Regierungen dürfen nicht den falschen Eindruck vermitteln, dass diese Kosten für die Volkswirtschaft durch eine Lockerung der Haushaltspolitik vermieden werden könnten. Darüber hinaus könnte die Verstärkung des Preisauftriebes durch den Ölpreisanstieg zu höheren Lohnabschlüssen führen. Die Gefahr solcher Zweitrun-deneffekte stellt sich in den großen EWU-Ländern nicht einheitlich dar. In Deutschland ist sie eher niedrig einzustufen. Die moderaten Tarifabschlüsse mit langer Laufzeit in den großen Branchen sorgen für ein Gegengewicht. Dem Preisdruck von außen wird inländische Kostendisziplin entgegengesetzt.

Die Geldpolitik wirkt nach wie vor expansiv. Die relativ flache Zinsstrukturkurve und die niedrigen Zinsen am Kapitalmarkt deuten auf geringe Inflationserwartungen und gestiegenes Vertrauen in die Geldpolitik hin. Die Realzinsen liegen auf relativ niedrigem Niveau, so dass negative Auswirkungen auf die Konjunktur nicht zu befürchten sind.

Auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich zuletzt verbessert. Ende September waren nach Angaben der Bundesanstalt für Arbeit saisonbereinigt 3,85 Millionen Personen in Deutschland arbeitslos. Das waren knapp 270.000 weniger als ein Jahr zuvor. Gemessen am letzten Höchststand im Herbst 1997 mit einer Arbeitslosenquote von 11,8 % wurde ein beachtlicher Rückgang auf zuletzt 9,4 % erzielt. Die Beschäftigung ist in Deutschland im Juni saisonbereinigt auf rund 38 Millionen Erwerbstätige gestiegen. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahresstand ein Jahr zuvor ergab sich ein Plus von gut 670.000 Erwerbstätigen. Allerdings hat sich das Bild der Beschäftigung in Deutschland auch durch die Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung aufgehellt. Die Beschäftigtenzahl liegt für 1999 nach der neuen revidierten Fassung um etwa 1,8 Millionen über den Zahlen vor der Revision. Eine große Anzahl geringfügig Beschäftigter wurde in die Berechnungen miteinbezogen. Deutschland ist dadurch zwar nicht zur „Jobmaschine“ mutiert. Der bisherige, nicht zuletzt einigungsbedingte Beschäftigungsrückgang wurde aber etwas abgemildert. Vor der Revision ging man von einem Beschäftigungsrückgang von 1991 bis 1999 um -4,4 % aus. Dieser Wert hat sich durch die Revision auf -1,3 % reduziert. Aber dies zeigt möglicherweise bereits leichte Fortschritte hinsichtlich der Flexibilität der Arbeitsmärkte. Die rein rechnerische Beschäftigungsschwelle in Deutschland hat sich durch diese Revision von 1,9 auf 1,5 %

ermäßigt. Sie gibt den Wert für das wirtschaftliche Wachstum an, ab dem auch die Beschäftigung zunimmt. Und tatsächlich, gegenwärtig erleben wir, dass das Wachstum nicht am Arbeitsmarkt vorbeigeht. Der gegenwärtige Abbau der Arbeitslosigkeit hat mehrere Ursachen: die Konjunktur zieht an, die Tarifabschlüsse waren zuletzt moderat und bieten aufgrund der langen Laufzeit Planungssicherheit, die Lohnnebenkosten wurden gesenkt und die demographische Struktur in Deutschland begünstigt den Abbau. Außerdem zieht die Erwerbsneigung an und steigert auf diese Weise die Flexibilität der Arbeitsmärkte.

Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet insgesamt betrug im August 2000 saisonbereinigt neun Prozent. Sie ist damit innerhalb der letzten drei Jahre vor allem im Zuge der konjunkturellen Belebung um mehr als zweieinhalb Prozentpunkte zurückgegangen. Innerhalb Europas stellt sich die Lage auf den Arbeitsmärkten als überaus heterogen dar. Die Arbeitslosenquoten liegen beispielsweise in 1999 in den Niederlanden mit 3,2 % oder in Dänemark mit 5,5 % deutlich niedriger als hierzulande. Aber – und davon bin ich überzeugt – auch Deutschland hat das Potential, eine solch niedrige Arbeitslosigkeit zu schaffen.

Das Beispiel der USA zeigt, dass anspruchsvolle Visionen auf dem Arbeitsmarkt realisierbar sind. Dort liegt die Arbeitslosenquote bei 3,9 % und damit auf dem niedrigsten Wert seit 30 Jahren. Bemerkenswerter noch ist der dort realisierte Anstieg der Beschäftigung um fast 16 Millionen seit 1990. Übertragen auf Deutschland käme das einem Anstieg der Beschäftigung von etwa fünf Millionen gleich. Diese Dynamik des Arbeitsmarktes ist Ausdruck und Folge einer hohen Flexibilität. Die Wahrscheinlichkeit, in den USA arbeitslos zu werden, liegt etwa siebenmal höher als in Euroland. Doch die Wahrscheinlichkeit für Arbeitslose, wieder Beschäftigung zu finden, liegt zehnmal höher. Bei aller gebotenen kritischen Distanz zu dem etwas anders strukturierten Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten müssen wir dieser Leistung Respekt zollen. Sicherlich können wir nicht alles übernehmen, aber wir müssen uns über die Kosten unserer Politik im klaren sein und die nötigen Weichenstellungen vornehmen. Mit Weichenstellungen meine ich strukturelle Reformen, um das Wachstumstempo bei niedriger Inflation beizubehalten. Nur so können wir auch in Deutschland und im Euro-Raum eine „New Economy“ mit hohen Beschäftigungszuwächsen schaffen. Auch davon hängt es ab, ob der Euro-Wechselkurs zum US-Dollar sich nachhaltig erholt.

Gegenwärtig ist der Euro fundamental unterbewertet. Deshalb haben die Notenbanken der G-7 am Freitag vor dem Weltwährungsgipfel in Prag auf dem Devisenmarkt interveniert. Die Initiative dazu ging von der EZB aus. Die Operation verlief erfolgreich, und die Europäische Zentralbank hat damit ihre Handlungsfähigkeit unter Beweis gestellt. Die G-7 hat weltwirtschaftliches Verantwortungsbewusstsein demonstriert.

III

Meine Damen und Herren, die Forderung nach strukturellen Reformen ist nicht neu. Nehmen Sie nur die Jahresgutachten des Sachverständigenrates. Er hat – wie die Bundesbank – in den letzten Jahren zahlreiche konkrete Reformvorschläge für viele Politikbereiche präsentiert. Einige Male trug das Jahresgutachten sogar explizit die Reformforderung im Titel. So z.B.:

- (1996/97): „Reformen voranbringen“ und zuletzt
- (1999/2000): „Wirtschaftspolitik unter Reformdruck“.

Auch der EZB-Rat hat wiederholt auf die Notwendigkeit struktureller Reformen hingewiesen. Reformen sollten die Flexibilität der Arbeits- und Gütermärkte erhöhen. Dadurch könnte auch die realwirtschaftliche Anpassung der Wirtschaft an den Energiepreisanstieg verbessert werden. Darüber hinaus würde die Widerstandskraft der Wirtschaft gegenüber nachteiligen Schocks gestärkt, der Wettbewerb erhöht und die Preisstabilität begünstigt.

Im Rahmen der Europäischen Währungsunion erhalten Argumente für strukturelle Reformen und für einen verantwortungsvollen Kurs in finanzpolitischen Fragen ein noch größeres Gewicht. Die Eurowelt ist durch mehr Transparenz und Wettbewerb charakterisiert. Dies gilt für Unternehmen und Politik gleichermaßen. Der Euro wirkt als Katalysator für technische, wirtschaftliche und politische Prozesse. Er verstärkt den europäischen Konjunkturzusammenhang und erhöht den Reformdruck. Außerdem fehlt durch den Wegfall des Wechselkurses ein Preis, um die Besorgnis der Märkte über eine fehlgeleitete nationale Finanz- und Wirtschaftspolitik zu signalisieren. Es besteht also die Gefahr, dass sich die nationalen Haushaltsdefizite innerhalb einer Währungsunion ausweiten. Und es besteht die Gefahr, dass Reformnotwendigkeiten in einzelnen Mitgliedstaaten zu spät offenbart werden. Eine gemeinsame europäische Öffentlichkeit entwi-

ckelt sich erst langsam. Dennoch, nicht nur die makroökonomischen Daten haben sich im Vorfeld der Wirtschafts- und Währungsunion angenähert. Es entstand auch eine gemeinsame Wertebasis. Mittlerweile existiert ein weitgehend konvergentes ordnungspolitisches Gedankengebäude in der EU. Noch nie bestand in Europa eine derartige Einigkeit über grundlegende wirtschaftspolitische Fragen. Einig sind sich die Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion über die Notwendigkeit solider öffentlicher Haushalte. Die Ausrichtung auf Stabilität und Wachstum wurde in einem Pakt festgeschrieben. In der Geldpolitik wurde vertraglich die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank und die Verpflichtung auf das Ziel der Preisniveaustabilität festgelegt. Gemeinsame Werte und ein verbreitetes Verständnis für die Wechselwirkungen zwischen verschiedenen Politikbereichen bezeugen die gewachsene Stabilitätskultur in Euroland. Mehr noch: Sie sind Grundlage für den dauerhaften Erfolg der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Genauso unumstritten muss die Notwendigkeit von strukturellen Reformen sein.

In Deutschland sind Reformen in einigen Bereichen in die richtige Richtung angegangen worden. Die Steuerreform bringt allein im nächsten Jahr eine Entlastung von gut einem Prozent des BIP. Mit der anstehenden Rentenreform werden die Zeichen in Richtung größerer Kapitaldeckung und privater Vorsorge gesetzt. Neben finanzpolitischen Fragen und Fragen der sozialen Sicherung stehen besonders der Arbeitsmarkt und die Systeme der Bildung und Ausbildung im Zentrum des Interesses. Ich möchte mich auf diese beiden Bereiche konzentrieren, weil sie für das Entwickeln einer „New Economy“ – der Kombination von hohem Wirtschaftswachstum mit niedriger Inflation – entscheidend sind.

IV

Die Erklärungen des Phänomens „New Economy“ sind zahlreich. Interessant finde ich zwei Ansätze:

- Den makroökonomischen Ansatz: „New Economy“ entsteht durch Flexibilisierung der Arbeitsmärkte.
- Den technologischen Ansatz: „New Economy“ entsteht durch technologischen Fortschritt in der Informations- und Kommunikationstechnik.

Die Wahrheit dürfte in einer Kombination beider Erklärungen liegen. Die erste Erklärung führt zur Notwendigkeit von Reformen auf dem Arbeitsmarkt, die zweite zum Forschungs- und Bildungssystem. Die makroökonomische Deutung der „New Economy“ setzt an den Wechselwirkungen zwischen Geld- und Arbeitsmarktpolitik an.

Meine Damen und Herren, der beste Beitrag der europäischen Geldpolitik im Kampf gegen die Arbeitslosigkeit ist der Erhalt der Preisstabilität. Denn Preisstabilität stärkt das Wachstum der Wirtschaft und fördert die Beschäftigung. Der beste Beitrag der Arbeitsmarktpolitik für die Preisniveaustabilität ist hingegen die Flexibilisierung der Arbeitsmärkte. Flexibel sind Arbeitsmärkte dann, wenn Abweichungen vom Marktgleichgewicht schnell abgebaut werden. Konkret bedeutet Flexibilisierung zweierlei: Erstens, die Beschäftigungschancen für Arbeitslose steigen. Und zweitens, die Gefahr, dass der Arbeitsmarkt auf anziehende Konjunktur oder strukturellen Wandel mit Verspannungen reagiert, nimmt ab. Wenn Strukturwandel oder anziehende Konjunktur schnell Verspannungen am Arbeitsmarkt auslösen, erhöht dies die Lohndrift. Dies würde in der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB als erhöhte Inflationsgefahr ausgewiesen. Die Geldpolitik wäre dann zu Bremsmanövern gezwungen. Die Konjunktur würde gedämpft, bevor die Arbeitslosigkeit nennenswert abgebaut wäre. Geld- und beschäftigungspolitisch besteht also ein hohes Interesse an flexiblen Arbeitsmärkten. Diese wiederum helfen, strukturelle Arbeitslosigkeit abzubauen. Unter Ökonomen besteht weitgehend ein Konsens: Arbeitslosigkeit ist kaum noch zyklischer, sondern vor allem struktureller Natur.

Zeichen struktureller Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet sind:

- Der von Rezession zu Rezession steigende Sockel an Arbeitslosen.
- Der hohe Anteil Langzeitarbeitsloser: Im Eurogebiet beträgt ihr Anteil über 50 % gegenüber nur 8 % in den USA (1998).
- Der qualifikationsbedingte Mismatch sowie
- die mangelnde geographische Übereinstimmung zwischen Arbeitsangebot und – nachfrage, ausgelöst durch eine niedrige Mobilität.

Strukturelle Arbeitslosigkeit entsteht, weil die Struktur der Arbeitsnachfrage sich verändert und das Arbeitsangebot nicht Schritt halten kann. Da wir den Strukturwandel aber nicht aufhalten wollen und können, müssen wir die Arbeitsmärkte anpassungsfähiger machen.

Was ist direkt auf dem Arbeitsmarkt zu tun?

- Die jetzige Arbeitsplatzordnung schützt die Insider – die Arbeitsplatzbesitzer – zu Lasten der Outsider – der Arbeitslosen. Eine Reform muss darauf gerichtet sein, den Arbeitslosen den Zugang zum Arbeitsmarkt zu erleichtern.
- Die Flächentarifverträge sind – teilweise berechtigt – in die Kritik geraten. Allerdings muss man sie nicht gleich abschaffen. Eine stärkere Differenzierung der Lohnstruktur ist möglich und hätte beschäftigungsfördernde Wirkungen. Teilweise geschieht dies bereits.
- Der Markt für Teilzeitbeschäftigung in privaten Haushalten (Kinderbetreuung, Haushaltshilfe) leidet z.B. unter der starken Regulierung. Dadurch sinkt die Erwerbsneigung bei denjenigen, die Teilzeitkräfte einstellen wollen, um selber einer Arbeit nachgehen zu können. Dies führt zu einer fehlgeleiteten Arbeitsteilung. Der Investmentbanker hütet selbst seine Kinder und muss dafür auf Einkommen verzichten. Erleichterte Teilzeitbeschäftigung könnte insgesamt die Produktivität steigern und Beschäftigung erhöhen.

Was ist in anderen Politikbereichen zu tun?

- Die Reduzierung des Keils aus direkten Abgaben, wie sie mit der für Anfang 2001 vorgesehenen Senkung der Einkommensbesteuerung bereits begonnen wurde, sollte fortgesetzt werden.
- Der relative Abstand zwischen Sozialhilfeeinkommen und Arbeitseinkommen muss hinreichend groß sein. Eine Sozialhilfe, die nicht eins zu eins mit dem erzielten Arbeitseinkommen gekürzt wird, schafft Anreize, auch niedrig bezahlte Jobs anzunehmen.

V

Kommen wir zur technologischen Erklärung der „New Economy“ und ihren Folgerungen. Der Einsatz moderner Informations- und Kommunikationstechnik verändert die gesamte Wirtschaft. Die Einteilung in „New“ und „Old Economy“ ist so gesehen virtuell. Durch diese Techniken entstehen in allen Branchen Kostensenkungspotentiale und Beschleunigungen der Prozesse. Die Art der Kostensenkung lässt sich an den Güterkategorien festmachen:

- Bei „klassischen“ Gütern sinken primär die Transaktionskosten. Darüber hinaus lassen sich über eine verbesserte Informationsbasis und rechnergestützte Verfahren auch die eigentlichen Produktionskosten senken. Schließlich beobachten wir eine höhere Produktionsflexibilität. Es mutet wie die Quadratur des Kreises an, aber wir erleben die Massenfertigung von Einzelstücken.
- In der Produktion von digitalen Gütern dagegen, also bei Software und Informationsgütern im weiteren Sinne, sehen wir vernachlässigbare Grenzkosten verbunden mit einem großen Fixkostenblock.

Deutschland kann schon heute in vielerlei Hinsicht auf dem Felde der „New Economy“ mithalten: in der Nutzung moderner Kommunikations- und Informationstechnologie, in der Automatisierungstechnik wie in der Mikro- und Nanotechnik. Die Finanzierungsbedingungen für Start-Ups in Deutschland verbessern sich zunehmend. Nach dem jüngsten Venture Capital Panel wurde im zweiten Quartal dieses Jahres fast eine halbe Milliarde D-Mark von den führenden Venture Capital Gesellschaften in junge High-Tech-Firmen investiert. Im Vorjahresvergleich ist das fast eine Verdreifachung. Zudem bietet der Neue Markt an der Frankfurter Wertpapierbörsen trotz der gegenwärtigen Schwierigkeiten ein geeignetes „Parkett“ für die Anschlussfinanzierung nach der Start-Up-Phase. Mit diesem Segment konnte für Deutschland und Europa eine „Erfolgsstory in Sachen Aktienkultur“ geschrieben werden. Neben Berlin und Nordrhein-Westfalen konnte Bayern das meiste Wagniskapital an sich ziehen. So ist der Großraum München nach einer kürzlich veröffentlichten Studie der Prognos AG Spitzenreiter im Bereich der Informations- und Telekommunikationstechnologien. Platz zwei belegt übrigens die südhessische Region Darmstadt/Starkenburg im Odenwald. Dies zeigt auch die verbesserten Chancen für ländliche Gebiete durch die „New Economy“. Räumliche Distanz zu vermeintlichen Zentren wird weniger bedeutsam.

Als Wachstumsbremse erweist sich jedoch der anhaltende Ingenieur- und Fachkräfte-mangel. Er scheint sich kurzfristig noch zu verschärfen. Die Zahl der Hochschulabsolventen sank 1999 um 2,6 % auf rund 222.000. Der Rückgang in den ingenieur- und naturwissenschaftlichen Fächern dagegen war überdurchschnittlich hoch, oft im zweistelligen Prozentbereich. Auch in den nächsten Jahren liegt die Zahl der Absolventen dieser Studiengänge deutlich unter dem prognostizierten Bedarf.

Kurzfristige Lösungen können nicht nachhaltig sein. Ziel muss es jetzt sein, unser Bildungs- und Ausbildungssystem auf die modernen Anforderungen auszurichten. Die Grundlagen dazu legen wir bereits in der Schule und im Elternhaus. Schon weit verbreitet ist das computergestützte Lernen. Eltern staunen oft nur über die Technikbegeisterung ihrer Kinder. Passend dazu veröffentlichte das Allensbach-Institut kürzlich die Ergebnisse einer Umfrage über die Technikeinstellung von Schülern. Danach empfindet die heutige Schülergeneration die Veränderung der Welt durch Technik primär als Erleichterung und Chance, kaum als Bedrohung. Schüler verbinden mit Technik vor allem Zukunft, Fortschritt und Chance. 60 % der Schüler glauben, dass beruflicher Erfolg heute nicht zuletzt davon abhängt, ob man sich intensiv mit Technik und technischem Fortschritt beschäftigt. Recht haben sie. Aber die Studie belegt auch, dass die Schüler nicht im Sinne eines naiven, unreflektierten Fortschrittsglaubens von Technik beeindruckt sind. Geben wir ihnen also die Ausbildungs- und Studienplätze in modernen, zukunftsfähigen Bereichen. Neue Berufsfelder und Studiengänge müssen schneller eingerichtet werden. Generell gilt: Die Bildungssysteme in Deutschland benötigen mehr Marktorientierung und mehr Wettbewerb.

VI

Meine Damen und Herren, ich habe zwei Bereiche herausgegriffen, in denen „Weichenstellungen“ nötig sind. Doch der Ruf nach Reformen muss auch den Adressat, das „Stellwerk“ angeben, wohin er sich richtet. Hinsichtlich der politischen Verantwortung ist mit der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 eine Asymmetrie entstanden. Die Europäische Zentralbank verfolgt eine einheitliche, überstaatliche Geldpolitik für den Euroraum. Gleichzeitig bleiben die Mitgliedstaaten in den meisten anderen Politikbereichen weiterhin souverän. Das Verhältnis des Eurosystems zu den politischen Institutionen in der Europäischen Union wurde im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (Maastricht-Vertrag) klar geregelt. Dem Eurosystem wurde das vorrangige Ziel der Preisniveaustabilität zugewiesen. Dies entspricht der „institutionellen Arbeitsteilung“, wie wir sie in Deutschland über Jahrzehnte erfolgreich praktiziert haben. Die Geldpolitik erfolgt einheitlich durch die Notenbank im Währungsraum. Dabei kann es keine regionale Differenzierung geben. Fiskal-, Sozial-, Arbeitsmarkt- und Bildungspolitik dagegen

erfolgen regional und subsidiär. Die Leistung staatlicher Dienste sollte in möglichst kleinen Gebietskörperschaften erbracht werden. Bürgernähe, Partizipation, Berücksichtigung des lokalen Wissens und erhöhter Wettbewerb sind die Vorteile. Natürlich muss es zu einem Dialog der wirtschaftspolitisch Verantwortlichen kommen. Zahlreiche Formen und Gremien wurden dafür geschaffen: Makroökonomischer Dialog, ECOFIN, Wirtschafts- und Finanzausschuss, Wirtschaftspolitischer Ausschuss, Ausschuss der Regionen, Konferenz der EU-Grenzregionen etc. Ein Erfahrungsaustausch über Politikbereiche und Grenzen hinweg ist hilfreich und wünschenswert. Eine Harmonisierung – etwa eine gemeinsame europäische Bildungs- oder Beschäftigungspolitik – birgt dagegen Risiken. Tarifparteien und Mitgliedstaaten könnten ihre Verantwortung auf die EU-Ebene abschieben. Zu Recht weist der Sachverständigenrat auf die Gefahr hin,

„dass ein europäischer runder Tisch unter dem Stichwort der Koordinierung zu einer gravierenden Verwischung der Verantwortlichkeiten führt...“.

Der Gleichklang der wirtschaftspolitischen Vorstellungen in der Eurowelt ist positiv. Dennoch bleibt jedes Mitgliedsland und jedes Bundesland in der Verantwortung und Verpflichtung für Reformen auf seiner Ebene. Die Handlungen der einzelnen Teilnehmerländer müssen an der Verantwortung für das gemeinsame Ganze ausgerichtet sein. Europäisch zu denken ohne zentralistisch zu handeln, ist die Herausforderung der Eurowelt.

VII

Meine Damen und Herren, ich habe Reformen vorgeschlagen und politische „Weichenstellungen“ gefordert. Doch ich muss mich auch fragen lassen, ob ich denn „vor meiner eigenen Tür gekehrt“ habe. Auch die Bundesbank muss sich Reformen stellen. Sie hat sich in der Tradition ihrer „Wächterrolle“ oft als Mahner für Reformen verstanden. Nun ist die geldpolitische Verantwortung auf das Eurosystem übergegangen und wir können nicht so tun, als sei alles beim alten geblieben. In dem neuen politischen Umfeld des ESZB trifft der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank, dem die Mitglieder des Direktoriums (sechs an der Zahl) und die Präsidenten der Landeszentralbanken (neun) angehören, keine geldpolitischen Entscheidungen mehr. Die geldpolitische Entscheidungskompetenz der Bundesbank liegt jetzt bei ihrem Präsidenten als Mitglied im Rat

der EZB. Dadurch rückt die Vorbereitung für die Sitzungen des EZB-Rates in den Mittelpunkt. Der Bundesbankpräsident sowie alle Bundesbankmitarbeiter in den etwa 60 Ausschüssen und Arbeitsgruppen im ESZB bedürfen einer effizienten Zuarbeit. Die Notwendigkeit einer schnellen internen Meinungsbildung wird vor den vierzehntägigen Sitzungen des EZB-Rats besonders deutlich. Die knappe Zeit wird zum kritischen Faktor. Das macht die Anwesenheit der Grundsatzstäbe am Sitz des Bundesbankpräsidenten unabdingbar. Wir brauchen ein Leitungsorgan an einem Ort und aus einem Guss. Nur solche Mitglieder des Leitungsgremiums, die ständig in der Zentrale ansprechbar sind, haben in der Praxis die Möglichkeit, an Diskussion und Meinungsbildung teilzunehmen.

Damit das Leitungsgremium wirklich gemeinsame Ziele verfolgt, muss ein einheitliches Berufungsverfahren - unter Mitwirkung der Länder - gefunden werden. Die praktische Umsetzung der Geldpolitik und anderer Notenbankaufgaben erfolgt über die Hauptverwaltungen der Deutschen Bundesbank und ihre Zweiganstalten. Sie werden trotz der Konzentration im Bankensektor eine wesentliche Stütze des Bundesbanksystems bleiben. Jedoch ist die Begründung für unabhängige LZB-Präsidenten entfallen. Die gegenwärtige Leistungsstruktur der Deutschen Bundesbank stammt aus der Zeit, als der Zentralbankrat noch geldpolitische Verantwortung trug. Das Gebot der Unabhängigkeit bei geldpolitischen Entscheidungen verlangte damals eine Verteilung von Kompetenz und Einfluss auf mehrere Personen. Mit der geldpolitischen Unabhängigkeit ihrer Präsidenten war für die Landeszentralbanken Eigenständigkeit auch in Verwaltungs- und Personalangelegenheiten verbunden. Dies ist jetzt aus Gründen der Effizienz und der Kosten nicht mehr gerechtfertigt. Der Unterhalt von neun Landeszentralbanken mit identischen Funktionen führt zu Parallelarbeit und macht eine umfangreiche interne Koordinierung auf vielen Arbeitsgebieten notwendig. Lassen Sie mich die entscheidenden Punkte für die Reform der Leistungsstruktur der Bundesbank hervorheben:

- Der Einfluss der Länder auf die Besetzung des Leitungsgremiums der Bundesbank sollte erhalten werden.
- Die regionale Gliederung der Bundesbank in neun Hauptverwaltungen und ihre Zweiganstalten in der Fläche steht für mich nicht in Frage.
- Die Dienstleistungen vor Ort für Kreditwirtschaft und die „öffentliche Hand“ sollten beibehalten werden.

Aber:

- Parallelarbeit sollte vermieden werden.
- Dienstleistungen sollten kostengünstiger erbracht werden.
- Organisatorische und personelle Selbständigkeit der Hauptverwaltungen sollten entfallen.
- Und: Ein einheitliches Leitungsgremium an einem Ort, aus einem Guss sollte geschaffen werden.

Meine Damen und Herren, wie gut die Bundesbank ihren Herausforderungen gerecht werden kann, und zu welchen Kosten sie Leistungen erbringen wird, entscheidet die Politik. Doch jede Entscheidung über die künftige Bundesbankstruktur muss die Reputation der Deutschen Bundesbank schützen und erhalten. Dies liegt nicht nur im Interesse der Bundesbank. Es ist auch im nationalen Interesse geboten.

VIII

Meine Damen und Herren,

ich bin mir bewusst, dass neben den angesprochenen viele andere drängende Fragen ebenfalls Einfluss nehmen auf die Monetären und wirtschaftlichen Perspektiven in Deutschland und Europa. Wir könnten die Erörterung ausdehnen

- auf Fragen der anstehenden Bargeldumstellung,
- auf die Osterweiterung, die gerade für Bayern bedeutsam ist,
- auf die Reform der EU-Institutionen, die der Osterweiterung vorausgehen sollte, oder auch
- auf Fragen des internationalen Wirtschafts- und Währungssystems.

Ich habe versucht, eine aktuelle und interessante Auswahl zu treffen und musste dafür anderes auslassen. Zusammenfassend möchte ich nicht verhehlen, dass ich selbst vergleichsweise optimistisch bin. Die wirtschaftliche Lage ist gut. Die Perspektiven liegen in unserer Hand. Schauen wir also nicht dem „Zug der Zeit“ hinterher, sondern stellen wir jetzt die richtigen Weichen.

Sendesperrfrist:
20. Oktober 2000, 13:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Edgar Meister

Mitglied des Direktoriums
der Deutschen Bundesbank

**Neue Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten
und ihre Folgen für die Bankenaufsicht**

23. Wissenschaftliches Symposium der Gesellschaft für
Unternehmensgeschichte e.V.
in Frankfurt am Main
am Freitag, 20. Oktober 2000

I

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

die Entwicklungen auf den Finanzmärkten wie auch die Frage, wie die Bankenaufsicht damit umgehen soll, stehen heute mehr denn je im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses. Daher freue ich mich, heute auf dem Symposium der Gesellschaft für Unternehmensgeschichte über dieses aktuelle Thema zu sprechen.

An den Finanzmärkten hat sich in den letzten Jahren ein Prozess tiefgreifender Veränderungen vollzogen, der keineswegs beendet ist, sondern eher noch an Momentum zu gewinnen scheint.

Veränderungen eröffnen Chancen für die Marktteilnehmer wie zum Beispiel zusätzliche Ertragsmöglichkeiten bei der Erschließung neuer Anlagemarkte, bergen aber auch Risiken wie zum Beispiel ein erhöhtes Ausfallrisiko bei einem Engagement in spekulativen Märkten.

Nachdem in der jüngeren Vergangenheit einige krisenhafte Entwicklungen wie etwa die Finanzkrise in Asien oder das Scheitern des Hedge-Fonds LTCM die Schockabsorptionsfähigkeit der internationalen Finanzmärkte ernsthaft getestet haben, werden heute vermehrt Anstrengungen unternommen, um die Stabilität der Finanzmärkte besser abzusichern. Eine gut funktionierende Bankenaufsicht ist dabei ein wesentlicher Faktor, um dieses Ziel zu erreichen.

Wenn wir heute vom „Finanzmarkt“ sprechen, so ist damit keine Veranstaltung gemeint, die an den geografischen Grenzen einzelner Staaten endet. Nein, die „Big Player“ auf den Finanzmärkten haben längst ihren Blick über das eigene Land und den eigenen Kontinent hinaus auf den globalen Horizont gerichtet. Eine zunehmende Integration der Weltwirtschaft mit den Kennzeichen Marktöffnung sowie Liberalisierung und Deregulierung des Kapitalverkehrs haben die Möglichkeiten in vieler Hinsicht erweitert.

Dies hat zu einer gewaltigen Steigerung der grenzüberschreitenden Finanztransaktionen geführt, die sich weit jenseits der Handelsströme in Gütern und Dienstleistungen bewegt. Für das Jahr 1998 hat die BIZ einen Durchschnittswert von fast 1500 Mrd. US-Dollar pro Geschäftstag für die weltweiten Nettodevisenumsätze ermittelt. Zum Vergleich: Die gesamte Ein- und Ausfuhr von Gütern und Dienstleistungen in der Bundesrepublik Deutschland des gesamten Jahres 1998 betrug rund 1200 Mrd. US-Dollar, lag also deutlich unter dem Wert der täglichen weltweiten Devisenumsätze. Die privaten Marktteilnehmer sind ständig auf der Suche nach den besten Anlagemöglichkeiten für ihr Kapital. Insgesamt sind die globalen Effekte ungehinderter Kapitalströme auch eindeutig positiv, denn knappe Mittel können so ihrer jeweils besten Verwendung zugeführt werden. Davon profitieren seit einiger Zeit auch solche Länder, die in der Vergangenheit keinen oder nur eingeschränkten Zugang zu ausländischen Investments hatten.

Die Finanzkrise in Asien hat uns allerdings erneut an die Risiken des freien Kapitalverkehrs erinnert. Denn die Einschätzungen

international tätiger Anleger ändern sich sehr schnell, sobald auch nur kleinste Zweifel an der Solidität ihrer Engagements aufkommen.

Das dann oftmals zu beobachtende Herdenverhalten verschärft die auftretenden Folgen für die betroffenen Märkte zusätzlich.

Kurzfristige Kapitalströme in internationalen Währungen

beispielsweise erhöhen die Reagibilität auf Seiten der Kapitalgeber und zugleich das Risikopotenzial auf Seiten der Länder, die dieses Kapital importieren und die in inländischen Bankensystemen Fristen- und Fremdwährungsrisiken nicht wirksam absichern.

Aufgrund der weltwirtschaftlichen Verflechtungen sind Auswirkungen zunächst lokaler Krisen auf andere Staaten nicht mehr auszuschließen. Die Intensität der Wirkung hängt freilich von der Größe eines Krisenherdes und dem Umfang der Vernetzung (direkt und indirekt) mit den wichtigsten Finanzzentren der Welt ab. Der Vertrauensverlust in die krisenauslösenden Länder kann so auf an sich gesunde Volkswirtschaften übergreifen, wenn dort ähnliche Risiken vermutet werden.

Daher müssen sowohl Banken als auch die Aufsicht ein Interesse an den Entwicklungen auf den Finanzmärkten haben und dabei insbesondere die Risikopotenziale in anderen Teilen der Welt im Blick behalten. Die Stabilisierung des internationalen Finanzsystems ist in unserer globalisierten Finanzwelt eine grenzüberschreitende Aufgabe.

Die Ursachen für die Entstehung von Finanzkrisen sind vielfältiger Art. Neben makroökonomischen Fehlentwicklungen können

Strukturschwächen im Finanzsektor sowie politische Einflußnahmen auf die Banken krisenhafte Entwicklungen entstehen lassen. Häufig spielt auch eine nicht ausreichende Beaufsichtigung von Banken in den betreffenden Ländern eine bedeutende Rolle. Die Implementierung wirksamer Bankenaufsichtssysteme muss deshalb ein vorrangiges Ziel sein.

Welches sind die Kennzeichen einer angemessenen Bankenaufsicht? Der Baseler Ausschuss hat hierzu mit seinen 25 Core Principles bankenaufsichtliche Mindeststandards veröffentlicht, die sich weltweit als Messlatte für Staaten zur Beurteilung ihrer eigenen Bankenaufsicht eignen. Zu diesen Grundsätzen für eine wirksame Bankenaufsicht gehören beispielsweise

- die Voraussetzungen für ein funktionierendes Bankenaufsichtssystem, darunter ganz wichtig die operationelle Unabhängigkeit der beteiligten Aufsichtsstellen,
- angemessene Regeln für die Zulassung von Instituten,
- das Vorhandensein von Mindestanforderungen an die Institute wie z.B. die Erfüllung vorsichtig festzusetzender Eigenkapitalerfordernisse,
- aber auch das Vorhandensein ausreichender Eingriffsbefugnisse der Aufsicht im Falle der Nichterfüllung von Aufsichtsregeln durch die Banken.

Inzwischen wurden die Core Principles in Zusammenarbeit mit dem IWF und der Weltbank um eine Art Anwenderhandbuch ergänzt, das die Implementierung der Mindeststandards erleichtert. Heute

beurteilen IWF und Weltbank die Bankensysteme in den einzelnen Ländern anhand dieser Baseler Kriterien. Inzwischen erkennen fast 120 Länder die Core Principles an, wenngleich sie in vielen Ländern noch nicht vollständig umgesetzt sind.

II

Aufsichtsregeln allein reichen heute allerdings nicht mehr aus, um die Stabilität des Finanzsystems bestmöglich abzusichern. Die disziplinierenden Kräfte des Marktes sind als Ergänzung unverzichtbar. Mangelnde Transparenz und kollektive Fehleinschätzungen sind häufig die Ursache dafür, dass wirtschaftliche und strukturelle Probleme zu spät wahrgenommen werden und die dann notwendigen Anpassungen umso schmerzlicher sind. Der Transparenz dienen z.B. die weltweit anerkannten Regeln für die Aufstellung von Statistiken auf Länderebene, wie sie zum Beispiel der IWF in seinen „Special Data Dissemination Standards“ formuliert hat. Auf Ebene der einzelnen Institute werden nach den neuen Baseler Regelungen künftig erweiterte Veröffentlichungspflichten gelten, die eine bessere Beurteilung der Risikolage insbesondere der systemrelevanten Institute ermöglichen werden. Darüber hinaus sind die intensive Kooperation der Aufsichtsstellen und der Austausch stabilitätsrelevanter Informationen auf internationaler Ebene wichtige präventive Instrumente. Gleichwohl ist klar, dass jede Finanzkrise ihre Besonderheiten aufweist und daher ein absoluter Schutz kaum zu erreichen ist.

Für die Sicherung der Systemstabilität sind weltweit verschiedene Institutionen mit unterschiedlicher Organisationsstruktur, Aufgaben und Kompetenzen zuständig. Zu diesen zählt der IWF genauso wie die nationalen Aufsichtsinstanzen.

Eine besondere Bedeutung kommt dem Forum für Finanzmarktstabilität (FSF) zu. Das FSF hat sich zum Ziel gesetzt, mit seiner Arbeit die Finanzaufsichten weltweit zu stärken. Außerdem leistet es die Zusammenführung derjenigen Informationen und Ergebnisse, die in anderen internationalen Foren und Institutionen erarbeitet wurden. Hauptsächliche Teilnehmer am Forum sind neben den internationalen Regulierungsinstitutionen die Finanzministerien und Zentralbanken aus den G7-Staaten, deren leitende Aufsichtsbehörden sowie die internationalen Finanzierungsinstitutionen.

Erste Arbeitsgruppen des Forums haben inzwischen Analysen zu den Themengebieten Offshore-Zentren, Highly Leveraged Institutions (Hedge Funds) und kurzfristiger Kapitalverkehr veröffentlicht. Besonders die Studie zu den Offshore-Zentren hat bereits in der Öffentlichkeit Aufmerksamkeit gefunden, insbesondere, weil bestimmte Offshore-Zentren, die nicht zur Zusammenarbeit auf den Gebieten Bankenaufsicht bzw. Bekämpfung der Geldwäsche bereit sind, namentlich genannt wurden. Mit der Veröffentlichung der Studien wurden wichtige Fortschritte erzielt: Die Bereitstellung von stabilitätsrelevanten Informationen, deren Analyse und die gemeinsame Suche nach

geeigneten Strategien und Maßnahmen zur Vorbeugung gegen Finanzkrisen.

III

Meine Damen und Herren, auf europäischer Ebene hat die Einführung des Euro das Zusammenwachsen der Finanzmärkte weiter vorangebracht. Welche Entwicklungen haben auf den europäischen Finanzmärkten im einzelnen stattgefunden und was bedeutet dies für die europäische Bankenaufsicht?

Am schnellsten hat eine nahezu vollständige Integration auf dem Interbanken-Geldmarkt stattgefunden. Dort hat die vorhandene technische Infrastruktur, insbesondere auch das TARGET-System (Zahlungsverkehr), in Verbindung mit der einheitlichen Geldpolitik der EZB ein rasches Zusammenwachsen ermöglicht.

Die europäischen Anleihemärkte sind seit der Euro-Einführung zwar stärker vernetzt, und die Emissionsaktivitäten vor allem von Unternehmensanleihen auf den Bondmärkten haben sich verstärkt. Dennoch kann man nicht von einem homogenen Markt mit hoher Liquidität sprechen, es gibt weiterhin nationale Marktsegmente. Nicht zuletzt durch ein noch fehlendes integriertes europäisches Wertpapierabrechnungssystem und die unterschiedliche rechtliche Handhabung von Repo-Geschäften in den einzelnen Euro-Ländern wird das angestrebte hohe Maß an Integration an den Anleihe- und Repomärkten wohl erst auf mittlere Sicht zu erwarten sein.

Auf den Aktienmärkten zeigt die steigende Anzahl von Börsennotierungen die wachsende Bedeutung der Direktfinanzierung für den Unternehmenssektor. Gleichwohl gibt es ebenso wie bei den Bondmärkten noch keinen gemeinsamen Aktienmarkt in Europa.

Das breite Privatkundengeschäft der Banken ist auch im zweiten Jahr nach der Euro-Einführung eine weitgehend nationale Angelegenheit geblieben. Hier haben weiterhin bestehende rechtliche, fiskalische und kulturelle Unterschiede in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion die Europäisierung des Bankgeschäfts bisher behindert. Eine Ausnahme bildet z.B. das Fonds-Geschäft; europäische und internationale Investmentfondsanteile sind heute schon vielfach Teil des Standardrepertoires in der Anlageberatung, wenngleich hauseigene Fonds häufig bevorzugt offeriert werden.

Dennoch hat der bestehende Grad an Integration auf den Geld- und Kapitalmärkten die Verflechtungen unter den europäischen Banken verstärkt, so dass diese in zunehmendem Maße auch solchen Risiken ausgesetzt sind, die ihren Ursprung im Ausland haben.

Vor dem Hintergrund der dynamischen Finanzmarktentwicklungen und der Neuorientierung des europäischen Bankensektors, insbesondere auch durch Fusionen und Übernahmen, werden in der aktuellen Diskussion um die Zukunft der Bankenaufsicht in Europa manchmal Forderungen nach einer einheitlichen europäischen Aufsichtsbehörde erhoben. Damit geht die Erwartung einher, dass

eine einheitliche Aufsichtsbehörde dem gegenwärtigen System national eigenständiger, aber intensiv kooperierender Aufsichtsstellen überlegen sei.

Davon ist augenblicklich nicht auszugehen. Eine vom ECOFIN-Rat in Auftrag gegebene Studie, der sog. Henk Brouwer-Report, hat bestätigt, dass die derzeit bestehende Struktur der europäischen Bankenaufsicht ihren Aufgaben ohne Einschränkungen gerecht wird.

Das heutige bankenaufsichtliche System in Europa beruht im Wesentlichen auf den drei Säulen

- Harmonisierung der Regeln,
- nationale Aufsichtskompetenz und
- bilaterale und multilaterale Kooperation.

Die bilaterale Kooperation basiert dabei auf sogenannten Memoranda of Understanding zwischen den Aufsichtsstellen.

Hinzu kommt auf der multilateralen Ebene als Kooperationsplattform z.B. das bei der EZB angesiedelte Banking Supervision Committee. Der mit hochrangigen Vertretern der nationalen EU-Aufsichtsbehörden besetzte Ausschuss erleichtert die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch der nationalen Aufsichten untereinander und zwischen diesen und der EZB.

Darüber hinaus beschäftigt sich die (informelle) Groupe de Contact auf EU-Ebene als weiteres international besetztes Gremium bereits seit vielen Jahren mit Fragen der Umsetzung bankenaufsichtlicher Regelungen und Aufsichtspraktiken.

Die bereits bestehenden Gremien leisten gute Arbeit und könnten Schrittmacher bei der weiteren Harmonisierung der bankenaufsichtlichen Regeln sein. Eine Stärkung dieser Gremien würde daher diesem Prozess zusätzliche Dynamik verleihen. Daneben könnte ein verstärkter Personalaustausch zwischen den nationalen Aufsichtsstellen den Kenntnisstand über die nationalen Besonderheiten der Aufsicht in den einzelnen Staaten verbessern.

Die Vorschläge für eine zentrale europäische Bankenaufsicht werden dagegen nicht den gegenwärtigen Finanzmarktstrukturen gerecht. Denn der Integrationsgrad der Finanzmärkte in Europa ist - wie bereits ausgeführt - noch nicht so weit fortgeschritten, dass darauf mit institutionellen Reformen reagiert werden sollte. Die grundlegende Frage lautet doch: Sollte ein Aufsichtssystem dem Markt vorauslaufen oder sollte die Aufsicht der Entwicklung der Marktstrukturen folgen? Ich bin eher letzterem zugeneigt.

Außerdem ist zu bedenken: Die nicht vorhandene politische Union Europas, deren Spiegelbild die heutige Struktur mit dem Auseinanderfallen der räumlichen Geltungsbereiche von Geldpolitik und Aufsicht ist, würde die Gründung und die Effizienz einer zentralen europäischen Aufsichtsbehörde einschränken. Anders als bei der Wirtschafts- und Währungsunion, die in Kraft gesetzt worden

ist mit dem Versprechen, eine politische Union folgen zu lassen, würde ein solches Versprechen bei der Implementierung einer zentralen Bankenaufsicht nicht ausreichen: Eine zentrale europäische Bankenaufsicht ist ohne zuvor erreichte politische Union in wichtigen Bereichen der Steuer, Rechts- und Finanzpolitik schwer vorstellbar. Es ist augenblicklich nicht abschätzbar, ob die Politik zu einem solchen Schritt bereit ist.

Auch bei der laufenden Durchführung der Bankenaufsicht könnte eine zentrale europäische Aufsicht auf Schwierigkeiten stoßen. Denn diese könnte bankenaufsichtlich notwendige Maßnahmen nicht durch hoheitliches Handeln in den Nationalstaaten umsetzen, sondern wäre auf die Mitwirkung der dortigen Behörden angewiesen.

Aus meiner Sicht sollte daher das Ziel nicht die Gründung einer zentralen Aufsichtsinstanz sein, sondern vielmehr die Schaffung besser aufeinander abgestimmter Regeln und Aufsichtspraktiken. Dabei wäre das optimale Maß der Harmonisierung zu definieren. Um Verwerfungen im Wettbewerb zu vermeiden und den unterschiedlichen Bankensystemen gerecht zu werden, wäre die Anwendung vollständig identischer Regeln m. E. zumindest derzeit nicht wünschenswert.

IV

Meine Damen und Herren, betrachten wir als nächstes den Bankensektor als den Adressaten der Bankenregulierung und

-aufsicht etwas näher. Welchen neuen Entwicklungen steht die Aufsicht dort gegenüber?

Wie erwähnt beobachten wir bereits seit längerer Zeit einen tief greifenden Strukturwandel sowohl im nationalen wie auch internationalen Bankgeschäft. Als besondere Triebfeder hat sich dabei der technologische Fortschritt erwiesen. Neue Formen der Kommunikation zwischen Kunden und Bank haben sich etabliert. Stichworte seien hier das Internet- bzw. Telefon-Banking und sicherlich der noch zu erwartende Boom des Handy-Banking mit einer dann uneingeschränkten Mobilität. Die hohen Erlöse bei der Versteigerung der Lizenzen für neue Mobilfunkfrequenzen mögen ein Indiz dafür sein, welches Marktpotenzial speziell in dieser Sparte erwartet wird. Ob diese sich auch realisieren, wird unterschiedlich beurteilt.

Die Entwicklung des Internets zu einem Massenmedium, die Zahl der Internetnutzer in Deutschland hat sich innerhalb eines Jahres auf 18 Millionen fast verdoppelt, hat den Marktzugang neuer Anbieter erleichtert. Der schnelle Erfolg der Direktbanken bei der Gewinnung von Kunden beweist dies. In Verbindung mit der erhöhten Angebotstransparenz von Finanzdienstleistungen, und darunter nicht nur jene von Kreditinstituten, sondern auch anderer Kapitalsammelstellen, hat der Wettbewerbsdruck in der Finanzbranche weiter zugenommen.

Inwieweit ist das ein Thema für die Bankenaufsicht? Die Stabilität der Finanzmärkte ist eng verknüpft mit der Stabilität des

Bankensystems, und die Bankenaufsicht muß sich die Frage stellen, wie sich neue Entwicklungen im Bankensektor auf dessen Risikolage auswirken.

Die zunehmende Abhängigkeit von der Funktionsfähigkeit der Technologie, aber auch von einem den Anforderungen genügenden Personalbestand an hochqualifizierten DV-Spezialisten erhöht das operationelle Risiko der Banken. Hinzu kommen Sicherheitsrisiken wie z.B. das Betrugsrisiko bei der Abwicklung von Geschäften im Internet. Auch die rechtlichen Risiken sind nicht zu unterschätzen, wobei hier inzwischen in der Bundesrepublik der Gesetzgeber mit der Zulassung der elektronischen Signatur einen guten Beitrag zur Erhöhung der Rechtssicherheit von Internet-Geschäften geleistet hat.

Die grenzüberschreitende Tätigkeit von Internet-Finanzdienstleistern zeigt darüber hinaus, dass eine rein nationale Beaufsichtigung des Internet-Banking bzw. des Vertriebes von Finanzdienstleistungen über das Internet nicht ausreichend ist. Der Baseler Ausschuss hat eine Arbeitsgruppe eingesetzt, die sich mit dieser Frage intensiv beschäftigt. Besondere Aufmerksamkeit verdient m. E. hierbei das Auftreten der sog. Non-Banks: Diese unterliegen zwar in Deutschland aufgrund des sehr weit abgegrenzten Bankbegriffes bereits der Aufsicht. Non-Banks mit Sitz in anderen Staaten können jedoch ihre Dienstleistungen über das Internet weltweit anbieten.

Wie reagieren nun die Banken auf ein schwieriger gewordenes Marktumfeld? Unter dem Eindruck sinkender Margen in den klassischen Bankgeschäften haben viele Institute mit der Verlagerung ihrer Aktivitäten auf das sog. zinsunabhängige Geschäft neue Schwerpunkte gesetzt. Dazu gehört z.B. das Wertpapiergeschäft, die Begleitung junger Unternehmen an die Börse oder lukrative Beratertätigkeiten im Bereich der Mergers & Acquisitions.

Die Bankenaufsicht begrüßt die Bemühungen der Banken um eine Verbesserung ihrer Ertragslage. Das daraus entstehende Risiko-/Ertragsprofil muss dann allerdings für das Institut vertretbar sein; dies erfordert auch ein adäquates Risikomanagement

Vor allem zur Senkung ihrer operationellen Kosten und zur Vermeidung hoher Investitionserfordernisse suchen Kreditinstitute zunehmend nach neuen Organisationsformen. Das Outsourcing von betrieblichen Aufgaben gehört dazu. Ein Beispiel dafür sind die vor einigen Wochen bekannt gewordenen Überlegungen einer Bank zur Einführung eines Franchise-Systems bei der Errichtung neuer Zweigstellen. Die Bankenaufsicht hätte vor der Genehmigung des Franchise-Systems zu prüfen, ob und ggf. unter welchen Bedingungen eine solche im deutschen Kreditwesen bisher nicht praktizierte Organisationsform mit dem KWG vereinbar wäre.

V

Eine weitere Antwort des Kreditgewerbes auf das sich ändernde Marktumfeld ist die anhaltende Konsolidierung im Finanzsektor, die gleichzeitig die Bankenaufsicht vor neue Herausforderungen stellt. Augenblicklich beobachten wir hauptsächlich Zusammenschlüsse zwischen Kreditinstituten im Inland, grenzüberschreitende Merger sind eher noch die Ausnahme. Doch zeigt die vor wenigen Monaten bekannt gegebene Fusion aus HypoVereinsbank und Bank Austria, dass auch hier Aktivitäten in zum Teil bedeutenden Größenordnungen stattfinden. Dies gilt natürlich auch für den schon vor einiger Zeit erfolgten Zusammenschluss aus Deutscher Bank und Banker's Trust.

Bankenaufsichtlich sind Fusionen zunächst neutral zu beurteilen, solange die Kontrolle und Steuerung des neu entstehenden Instituts durch das verantwortliche Management gewährleistet ist. Darüber hinaus ist die Aufmerksamkeit der Bankenaufsicht in besonderem Maße gefordert, wenn durch Zusammenschlüsse Institute entstehen, die nach Meinung des Marktes als „too big to fail“ anzusehen sind. Zur Vorbeugung von „moral hazard“-Problemen muss in solchen Fällen klar gestellt sein, dass keine - auch keine indirekten - Staatsgarantien bestehen.

VI

Meine Damen und Herren, das moderne bankenaufsichtliche Regelwerk ist letztendlich ein Spiegelbild der Finanzgeschäfte. Und

mit der zunehmenden Liberalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte hat deren Komplexität und Risikogehalt deutlich zugenommen. Dem ist durch die Weiterentwicklung der bankenaufsichtlichen Regeln Rechnung zu tragen.

Dabei ist die Gewährleistung eines nationalen, europäischen wie auch möglichst globalen „level playing fields“ für alle Marktteilnehmer von elementarer Bedeutung. In bisher nicht gekanntem Ausmaß hat die Bankenaufsicht bei der Implementierung neuer Aufsichtsregeln, bei der Entwicklung gemeinsamer Aufsichtsmethoden und im Rahmen der Aufsichtspraxis darauf zu achten, dass hierdurch möglichst keine Wettbewerbsverzerrungen entstehen. Dies bringt häufig Probleme mit sich, weil zum Teil signifikante strukturelle Unterschiede der Banksysteme in den einzelnen Ländern Europas und noch stärker weltweit bestehen. Eine vollständige Angleichung in wenigen Jahren ist kaum möglich. Insoweit haben sich durch die Globalisierung die Aufgaben für die Bankenaufsicht erschwert, geht es doch nicht allein darum, die Funktionsfähigkeit der Bankenmärkte und die Stabilität des Finanzsystems durch marktkonforme Regelungen abzusichern, sondern auch nationalen Besonderheiten Rechnung zu tragen.

Meines Erachtens sind auch aus diesem Grund nationale Aufsichtsbehörden wegen ihrer Marktnähe und ihrer intimen Kenntnis der heimischen Bankenstruktur für diese Aufgabe zumindest bis auf weiteres besser geeignet als eine zentrale europäische Institution, die sich diese Kenntnisse erst aneignen müsste und außerdem nur den kleinsten gemeinsamen Nenner für eine einheitliche europäische Aufsicht definieren könnte.

Im internationalen Kontext wird der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht Anfang nächsten Jahres ein weiteres Konsultationspapier zur Neufassung des Eigenkapitalakkords von 1988 vorlegen.

Zur Berechnung der Mindestkapitalanforderungen werden erstmals zur Klassifizierung der Schuldnerbonität Ratingverfahren angewandt. Dabei ist zur Sicherung der Wettbewerbsneutralität aus Sicht Deutschlands und der meisten kontinentaleuropäischen Länder die gleichberechtigte Anerkennung bankinterner Ratingverfahren ein wesentlicher Punkt. Denn aufgrund der in den mittelständisch geprägten Volkswirtschaften mit ihrem hohen Anteil an Kreditfinanzierung noch unterentwickelten „Ratingkultur“ hätte die alleinige Anerkennung externer Ratings höhere Kosten bei der Kreditaufnahme kleinerer und mittlerer Unternehmen in diesen Ländern bedeutet. Generell ist wichtig, dass die neuen Baseler Regelungen Anreize an die Institute setzen, ihre Systeme im Bereich Risikomanagement zu verbessern.

Der angelsächsisch geprägte Supervisory Review Process bedeutet für die Bankenaufsichten in Kontinentaleuropa einen weiteren Schritt in Richtung einer mehr qualitativen on-site-Aufsicht. Dies ist zu begrüßen, erlaubt dieses Konzept doch gerade angesichts der Strukturveränderungen auf den Finanzmärkten und im Bankensektor einen unmittelbaren Einblick in die Risiken einzelner Banken. Im Rahmen des SRP wird die Bankenaufsicht, soweit notwendig, nach Beurteilung der individuellen Risikolage einer Bank

Maßnahmen zu deren Verbesserung anregen und wenn nötig auch einfordern.

Die dritte Säule, die Förderung der Transparenz, ist eine unmittelbare Konsequenz aus den Finanzkrisen in der Vergangenheit. Jedem Marktteilnehmer sollte die Möglichkeit eröffnet sein, sich ein eigenes Bild über die Risikolage seines Geschäftspartners zu machen. So kann Fehlentwicklungen durch die Stärkung der disziplinierenden Marktkräfte bereits im Ansatz begegnet werden. Zur Vermeidung unnötiger Kosten bei den Instituten wird jedoch darauf zu achten sein, dass marktrelevante Daten veröffentlicht werden müssen.

Meine Damen und Herren, die Umsetzung der neuen Baseler Regelungen und aller anderen von mir erwähnten Ansätze der Aufsicht sind wichtige Schritte in Richtung auf mehr Stabilität der Finanzsysteme unter Wahrung eines internationalen level playing fields. Die Dynamik der Entwicklung auf den Finanzmärkten fordert die Anpassungsfähigkeit der Bankenaufsicht ständig aufs Neue. Ich bin davon überzeugt, dass sich die Aufsicht diesen Herausforderungen auch künftig erfolgreich stellen wird.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

* * *

Embargo:
3.30 p.m. CET on October 30, 2000

Deutsche Bundesbank

Dr Jürgen Stark

Deputy Governor

of the Deutsche Bundesbank

The Emerging Face of European Banking

European Banking Technology Fair 2000

in Frankfurt am Main

on Monday, October 30, 2000

I

Ladies and gentlemen,

Given the pace of developments in the financial markets, any attempt to describe the emerging face of European banking can only mean providing an appraisal of major current trends and specifying the driving forces in the foreseeable future. The various determinants in the financial sector operate in concert, as if in an interactive process, and give rise to ever-new responses by the banks and other market players.

What, then, are some of the key factors that shape the image of the European banking sector?

I should like to dwell briefly on

- the integration of the European financial markets,
- aspects of bank profitability, and of the shifting of focal points of business, and
- the impact of technology, and of new forms of organisation in the banking system (catchword: "outsourcing"), and finally
- consolidation in the banking sector, which is gathering pace.

II

Ladies and gentlemen, the launch of the euro has manifestly fostered integration of the financial markets of Europe. However, some distinctions must be drawn here. Owing to the single monetary policy and the interlinking of national markets through the TARGET payment system, the interbank money market is meanwhile highly integrated. On the capital market, by contrast, (notwithstanding some progress towards integration) genuine European segments, such as a single equity market and bond market, are still lacking. To help the bond market, in particular, to become more integrated, and to enhance its liquidity, it is sometimes suggested that the national governments in the euro area should pool their debt issuing with the aid of a central agency. But that would also imply a pooling of the risks and liabilities of the public borrowers. That, however, would contravene Article 103 of the EU Treaty (known as the "no-bail-out clause"), which prevents governments from assuming any liability for other governments, and is therefore to be rejected.

Banks' customer business has been affected to different degrees by the launch of the euro. Retail banking in general has so far stayed a largely national domain on account of the prevailing tax, legal and "cultural" differences remaining in the EU countries. In other words, the changes due to the advent of the single market and of the euro are rather making themselves felt gradually in retail banking. In wholesale banking, by contrast, cross-border operations are continuing to accelerate, with a focal point within the Euro area. Altogether, the growth rates of cross-border operations within the

euro area are much higher than those of domestic operations in many lines of business.

III

The higher degree of integration of the markets in Europe at the same time ensures stiffer cross-border competition. Credit institutions' interest-based business is more strongly affected by that than their off-balance-sheet operations, which generate commission earnings.

However, the focal point of the business of many banks continues to lie in traditional, interest-based business. On the continent, banks' receivables from domestic lending operations are far higher - both in absolute terms and relative to GDP - than, for instance, in the capital-market-based financial system of the United States. Thus the virtually global decline in margins in banking business is reflected particularly clearly here. Although the share of non-interest-based receipts in the aggregate operational revenue of continental European banks has gone up sharply in recent years, in the dynamic and profitable field of commission-based business (e.g. investment banking or asset management), many credit institutions are still lagging distinctly behind the banks in English-speaking countries. The often-cited "return on equity" (ROE) figure of over 20 % reflects magnitudes which have yet to be attained.

Altogether, the pressure on the banks to substitute other receipts for the relatively declining interest income is increasing. A strategy

geared merely to greater volume and higher risks in lending business in order to stabilise or increase profitability could not work in the long run, and at all events could be no substitute for the requisite structural change.

Further efforts will also be needed on credit institutions' expenditure sides in order to enhance their profitability.

A number of countries in the euro area, including Germany, are sometimes designated as "overbanked" or "overbranched". As a matter of fact, in 1998, according to the latest IMF figures, Germany, with about 1,800 inhabitants per bank office, was, by international standards, distinctly below the figures of the United States and Japan (about 4,300 and 2,900 inhabitants per bank office, respectively), and also below the United Kingdom, where each bank office caters for about 3,700 inhabitants. On the other hand, according to statistics of the OECD and BIS, the number of staff members per bank office in Germany is much lower than, say, in the United States. On balance, the ratio of "number of inhabitants to bank-office staff members" in Germany is below the comparable figure in the United States. Moreover, the presentation of the current situation with the aid of simple statistical indicators remains unsatisfactory. Qualitative factors, such as the duration of opening hours, or the range of services provided by bank offices, are disregarded.

Despite these warranted qualifications of statements about "overbanking", cost-intensive and not always very profitable branch-office operations are sometimes regarded as a reason why German

banks, on an international comparison of profitability figures, tend to lie in mid-table.

IV

Ladies and gentlemen, the deployment of new technologies will no doubt also prompt the banks to reconsider the dimensions of their branch networks. But the significance of technology extends well beyond that: it is a main driving force behind change in the banking sector, and in financial markets worldwide.

At the moment, we are witnessing the advent of completely new forms

- of communication between bank and customer,
- of the marketing of financial services, and
- of the organisation of banking operations.

A very important platform of communication between banks and their customers in the future will unquestionably be the Internet. According to recent data, at the end of 1999 – in Germany alone – no fewer than over 10 million on-line accounts were being operated. That represents a growth of as much as 50 % on the previous year.

Current expansion is so dynamic that the forecasts of future growth, both in Germany and in Europe, lie far apart, albeit at a high level. The wide range of the forecasts demonstrates, incidentally, that the banking sector, in its projects and development, has to plan and invest under conditions of great uncertainty, i.e. has to run significant

strategic and other risks. That applies to an even greater extent to "mobile banking", e.g. via WAP (Wireless Application Protocol) mobile phones, which is expected to expand sharply following the introduction of the UMTS standard.

What might the banking business of the future look like, under these conditions? Many observers assume that in future at least retail banking will constitute a combination of "click and mortar", i.e. will be offered and implemented in the context of multi-channel banking strategies in several different forms, that is to say, both through the physical branch network ("bricks and mortar banks") and through virtual PC banking windows, via WAP mobile phones and television sets. In this context, the presumably shrinking branch network will concentrate increasingly on those services which require counselling, whereas the sale of products and settlement of banking transactions will be effected in large part on-line.

The new information and communication technologies may have significant indirect effects in business with corporate customers, too. Thus the new technologies may reinforce tendencies towards disintermediation, since corporate customers are increasingly in a position to take personal charge of, say, cash management and capital procurement as part of in-house banking operations.

Quite generally, the emergence of financial service providers on the Internet not only ensures enhanced transparency of the service range but also blurs the geographical boundaries of business operations. This increases the competitive pressure on every

institution on account of foreign competitors, as well as domestic ones. At the same time, the degree of customer attachment decreases. Especially at the international level, banks compete not only with other banks, but also with other enterprises, such as insurance companies, investment and pension funds or on-line brokers.

So-called "aggregators", i.e. Internet platforms which juxtapose offers by different financial service providers at the touch of a button, increase price pressure still more, above all that for standard services.

V

Closely associated with the enhanced deployment of technologies such as the Internet, but also parallel to that, are the efforts of many banks to realise cost savings by optimising their own organisation.

The outsourcing of certain banking operations is high on the agenda here, and is regarded by many institutions as a potential means of streamlining their operations. It is particularly the new technologies that are making the outsourcing of functions appear attractive, and are encouraging it.

In this connection, the banking supervisors must define the possibilities and limitations of outsourcing very carefully. In my view, a prudential bias is appropriate here. In the final analysis, a purely virtual bank, which has outsourced almost all its functions to other enterprises, would be incompatible with our supervisory legislation.

Moreover, in the sphere of the outsourcing accepted by the supervisors, the monitoring and control options of the bank's management must be retained without reservation. The auditing rights and control options of the banking supervisors must likewise be safeguarded.

VI

Ladies and gentlemen, irrespective of any new marketing channels for financial services, and of innovative forms of the division of labour by means of outsourcing, in future credit institutions will mould the structure of the banking sector in different ways from in the past.

What I am thinking of is one of the most conspicuous developments in the field of banking, namely the consolidation process. A topical example of that is the recently announced merger of Banca Intesa and Banca Commerciale Italiana (BCI). That merger is intended to create the largest credit institution in Italy, which wishes to establish itself among the Big Banks of Europe.

The trend towards consolidation in the European financial system, which has been evident for a number of years, has several dimensions, notably

- the geographical aspect and
- the question of which banking categories are affected, and why.

An analysis shows that mergers in the European banking sector have hitherto mainly taken place within national markets. Mergers between

smaller banks (especially in the savings bank and cooperative bank sectors) are in the forefront in terms of number. In these areas, the objective of mergers is frequently to reach an optimum size of bank or even to ensure the survival of the institution. The optimum minimum size of a bank (which is difficult to define anyway) has presumably increased in recent years, not least on account of the need to invest in state-of-the-art banking technology, and to ensure more efficient compliance with supervisory requirements.

Mergers and take-overs involving major, mainly private institutions must undoubtedly be seen against the background of the need to secure a better position on national markets. Ultimately, however, all mergers are motivated by the wish to cut costs by exploiting rationalisation potentials, for instance by reducing the branch network, some of which is then redundant.

Altogether, although the number of mergers in Europe declined in the second half of the nineties, the volume of the business operations involved substantially increased. Such mergers resulted in the creation of more than fifteen of the thirty largest banks in the Euro area, and the average size of the five largest banks in Europe has doubled since 1995. As a result, the degree of concentration on the banking markets of many countries has vastly increased. Especially in the smaller countries of Europe, the five largest banks often account for more than 50 % of the national market. In some countries, such as Belgium or the Netherlands, the concentration is even more marked; there, in each country the two largest banking corporations account for over 90 % of the total volume of business. In

the larger countries, the degree of concentration is considerably lower, with Germany having the least concentrated banking market in the Euro area (the market share of the five largest banks, on a single-institution basis, and relative to the domestic volume of business: about 20 %).

Cross-border mergers have so far been less numerous, but have been at the centre of public interest on account of the size and eminence of the banks concerned. The primary aim of the banks involved has been to present themselves more effectively in the face of European and global competition, as well as the wish to open up new markets and new lines of business. I may mention, as the most recent example, the announced take-over of the Norwegian *Christiana Bank og Kreditkassen* by the Finnish-Swedish-Danish financial group *Merita Nordbanken*. Beyond the European horizon, I may also mention the merger between *Deutsche Bank* and *Bankers Trust*.

Viewed as a whole, however, the number of cross-border mergers has hitherto been very limited, compared to those within national boundaries. What are the principal reasons for that?

- Mergers are considerably easier to implement if they take place in the familiar cultural, linguistic and legal (especially tax) environment.
- Particularly in the larger countries, there have so far been enough options for mergers and diversifications on the home market, so that it has not been essential to step over the border.

- In part, national mergers, with the establishment of "national champions", are a preliminary to cross-border expansion.
- The differences in corporate cultures, which give rise to frictional losses, are much more obvious in international terms, especially if banks from countries with different banking systems are involved.

Given the problems posed by cross-border mergers, a number of banks are currently fostering the establishment of pan-European strategic alliances. Mutual capital interests are intended to bolster cooperation agreements, and to reduce the risk of hostile take-overs.

Even so, in my opinion, and notwithstanding all the problems, an increase in the number of cross-border mergers in the banking and financial sectors is to be expected in future, as well as more mergers within national markets.

VII

Ladies and gentlemen, a lot is currently in a state of flux in the European banking sector. The markets are undergoing massive changes. The pace of such structural changes actually seems to be accelerating, with not least the ongoing IT revolution, new types of division of labour and the consolidation of the banking sector exerting a significant impact.

Needless to say, in a more dynamic environment the risks faced by credit institutions will increase. Those risks must remain manageable by the individual enterprise and by the market as a whole. Specific

banks will withdraw from the market in future, too; the propensity to withdraw might even increase. It is therefore essential for credit institutions, supervisory authorities and policy makers to safeguard the stability of the European financial system effectively. Only then can the European banking and financial sector discharge its macroeconomic duties, that is to say, bolster economic growth and employment efficiently.

Thank you very much for your attention!

* * *

Sendesperrfrist:
3. November 2000, 12:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Edgar Meister

Mitglied des Direktoriums
der Deutschen Bundesbank

Bankenaufsicht und Marktstrukturen
- die europäischen Perspektiven

Rede auf der 46. Kreditpolitischen Tagung der
Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen,
Frankfurt am Main,
Freitag, 3. November 2000

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

das Thema „Bankenaufsicht und Marktstrukturen“ spricht verschiedene Dimensionen an. Wettbewerb, Struktur und Aufsicht über die Bankenmärkte stehen in einem engen Zusammenhang. Und die Beziehung zwischen der Struktur des Bankenmarktes und der Ausgestaltung der Aufsicht ist hier ein zentraler Punkt.

Wie weit sollte und kann sich die Aufsicht den Marktstrukturen anpassen? Dürfen die Marktstrukturen unter ordnungspolitischen Gesichtspunkten von der Aufsicht überhaupt beeinflusst werden? Beide Blickrichtungen sind m. E. letztlich wie die zwei Seiten einer Medaille, d. h. sie sind zusammen zu betrachten. Marktstrukturen haben Einfluss auf Regulierung und die Arbeitsweise der Aufsicht, und die Aufsicht ihrerseits wirkt sich - je nach Ausgestaltung und Zielen – auf die Marktstrukturen aus. Dabei sind allerdings in einer Zeit der Europäisierung und Globalisierung der Finanzgeschäfte mehrere Blickwinkel angebracht. Denn heute sind nicht nur die Märkte globalisiert, auch die Aufsicht hat sich internationalisiert. Somit richtet sich der Fokus der Überlegungen sowohl auf mögliche Auswirkungen der Aufsicht innerhalb nationaler Märkte als auch auf die Implikationen harmonisierter Aufsichtsnormen in der EU und weltweit auf unterschiedliche Bankensysteme, die im globalen Wettbewerb miteinander stehen.

II

Meine Damen und Herren, bevor wir uns dem engeren Zusammenhang von Bankenaufsicht und Marktstrukturen widmen, bedarf es zunächst einiger Anmerkungen zur grundsätzlichen Bedeutung der Bankenaufsicht und zu deren Zielen. Ausgehend davon ist es möglich, weiter gehende Aussagen zu möglichen Wechselwirkungen von Aufsicht und Marktstrukturen zu machen.

Das Finanzsystem hat in einer modernen Volkswirtschaft eine zentrale Rolle. Vor allem die Transformationsfunktionen der Banken haben im Rahmen ihrer Rolle als Finanzintermediäre für die wirtschaftliche Funktionsfähigkeit und Entwicklung eine große Bedeutung. Aufgrund dieser besonderen Stellung, der außerdentlichen Vertrauensempfindlichkeit des Bankensektors und erheblicher externer Effekte auf die Gesamtwirtschaft im Falle einer Bankenkrise bedarf es einer speziellen Aufsicht in diesem Bereich.

Ausgehend von dieser allgemein anerkannten Erkenntnis ist es die Zielsetzung des Kreditwesengesetzes (KWG) als zentraler rechtlicher Grundlage der Aufsicht in Deutschland, die Funktionsfähigkeit des Bankensektors insbesondere durch Gläubigerschutz zu sichern. Dabei steht neben der mikroprudentiellen Einzelaufsicht vor allem die makroprudentielle Aufsicht mit dem Ziel, die Systemstabilität des Bankenmarktes zu gewährleisten, im Fokus der Aufsichtsinstanzen. Das Ziel, die Stabilität des Finanzsystems zu erhalten, ist in den letzten Jahren klar in den Vordergrund gerückt.

Ein Ausfluss der liberalen Grundhaltung der Bankenregulierung und -aufsicht ist es daher auch - im Gegensatz zu anderen Bankenmärkten, wie z. B. in den USA, wo auf der Basis gesetzlicher Anforderungen ein Trennbankensystem entstanden ist -, auf eine direkte Gestaltung oder Beeinflussung der Marktstrukturen zu verzichten. Bei der Konzeption des US-amerikanischen Bankensystems spielte - vor dem Hintergrund der negativen Erfahrungen der 30er Jahre - die leichtere Bewältigung der Aufsicht durch den Wegfall bestimmter Wechselwirkungen zwischen verschiedenen Geschäftsfeldern eine wesentliche Rolle. Durch den Gramm-Leach-Bliley Act werden nun auch die amerikanischen Strukturen aufgebrochen, und der internationale Wettbewerb dürfte dadurch weiter zunehmen.

Selbst in einer Zeit, in der die Risiken an den Finanzmärkten durch Deregulierung, Liberalisierung und Globalisierung eher zu- als abnehmen, bin ich der Überzeugung, dass es grundsätzlich nicht Aufgabe der Aufsicht sein sollte, Marktstrukturen eigenständig bestimmen zu wollen, sondern dass die Aufsicht – möglichst in Sichtweite - im Wesentlichen dem Markt folgen sollte; d. h. die Aufsicht sollte die Entwicklung des Marktes positiv begleiten, indem sie rechtzeitig geeignete Rahmenbedingungen setzt und ggf. Maßnahmen ergreift, die die Funktionsfähigkeit und die Stabilität des Finanzsektors unterstützen. Auf diese Weise bleibt dem Markt möglichst viel Raum für innovative Neuerungen, gleichwohl kann die Aufsicht jederzeit "Fehlentwicklungen" proaktiv begegnen. In Deutschland zeigt auf dieser Grundlage das uns vertraute Universalbankensystem einen m. E. sehr guten track record.

III

Allerdings hat die Aufsicht, wenn es um die Erhaltung der Systemstabilität geht, auch Grenzen zu definieren. Als ein aktuelles Beispiel, das auch die Frage der Marktstruktur tangiert, sei hier das Outsourcing genannt. Die Auslagerung von Teilen des Bankbetriebes steht als eine Möglichkeit zur Verschlankung des Geschäftsbetriebes oben auf der Agenda vieler Institute. Die Aufsicht, die diesen Prozess aufmerksam verfolgt und begleitet, sieht das Outsourcing grundsätzlich positiv, da es die Ertragslage der Kreditinstitute stützen kann. Outsourcing kann jedoch nicht bis an die Kernbereiche des Bankgeschäfts heranreichen. Wenngleich neue Kommunikationstechniken hier nahezu unbegrenzte Möglichkeiten bieten, wäre eine rein virtuelle Bank, die praktisch alle Funktionen auf andere Unternehmen verlagert hat, mit unserem Aufsichtsrecht nicht vereinbar. Der Bereich des aufsichtsrechtlich zulässigen Outsourcings wird in einem Rundschreiben des Bundesaufsichtsamtes klargestellt werden, das den Banken im Entwurf vorliegt. Die Aufsicht hat also zu prüfen, ob und gegebenenfalls unter welchen Bedingungen Auslagerungen von Tätigkeiten mit dem KWG vereinbar sind.

IV

Meine Damen und Herren, Grundbedingung für einen fairen und unverzerrten Wettbewerb ist die "Marktneutralität" von Regulierung

und Aufsicht, wenn es darum geht, ein regulatorisches "level playing field" zu gewährleisten.

Auf den jeweiligen nationalen Bankenmarkt bezogen gilt es hier, die Aufsichtsregeln so zu gestalten, dass weder die Regeln als solche noch ihre Anwendung zu Verwerfungen der Marktstrukturen führen. Dies ist sicher keine leichte Aufgabe, gerade in einem vielschichtigen Bankenmarkt wie dem deutschen, mit seinen signifikanten Unterschieden in der Größe und Geschäftsstruktur der Institute. Denn, je komplexer die Regeln werden, die ja - ordnungspolitisch folgerichtig - selbst Reflex der komplexer werdenden Bankgeschäfte sind, desto schwieriger kann es für die kleineren Institute werden, neue Aufsichtsregeln effizient umzusetzen. Daher stellt sich für die Aufsicht in einer komplexer werdenden Finanzwelt die nicht immer ganz einfache Aufgabe, angemessene und insgesamt passende Aufsichtsregeln zu definieren, die sowohl ein risikoadäquates Aufsichtsniveau und damit ein regulatorisches "level playing field" gewährleisten, zugleich aber auch für alle Marktteilnehmer anwendbar bleiben.

Das deutsche Bankensystem mit seinen drei Säulen hat sich in der Vergangenheit als Anker der Stabilität für unser Finanzsystem bewährt. Für die deutsche Bankenaufsicht gibt es keinen Grund, dieses System in Frage zu stellen. Sie wird deshalb weiterhin alle Anstrengungen unternehmen, beim Erlass von Aufsichtsregeln Wettbewerbsverzerrungen zwischen den Instituten oder Institutegruppen auszuschließen.

Das wettbewerbliche Problem verschärft sich für die Aufsicht noch durch die Internationalisierung. In dem Bestreben, ein weltweit hohes Aufsichtsniveau zu erreichen, ein möglichst weltweites "level playing field" herzustellen und Aufsichtsarbitrage zwischen den Bankenmärkten zu vermeiden, potenzieren sich die Probleme, die sich grundsätzlich auch auf nationaler Ebene zeigen. Vor allem aufgrund der nach wie vor deutlich unterschiedlichen Bankensysteme weltweit sowie der – historisch gewachsenen – unterschiedlichen Philosophien in der praktischen Aufsicht von Banken und Finanzinstituten erwachsen bei der Konzeption und Verhandlung über international gültige Aufsichtsnormen erhebliche Schwierigkeiten. Denken wir in diesem Zusammenhang nur an die unterschiedlichen Sichtweisen der Beteiligten aufgrund der, nicht zuletzt durch die Marktstrukturen bedingten, Unterschiede in den Finanzierungsgewohnheiten beispielsweise in Deutschland und in den USA – hier überwiegend Bankkredite, dort Dominanz der Kapitalmarktfiananzierung.

V

Meine Damen und Herren, dass es der vorgenannten Koordinierung und Internationalisierung von Aufsichtsnormen bedarf, darüber besteht unter den Aufsehern fast ausnahmslos Einvernehmen. Fragen der Finanzmarktstabilität lassen sich schon seit geraumer Zeit nicht mehr allein im nationalen Kontext lösen, denn globale Märkte mit weltweit operierenden Banken machen eine internationale Abstimmung der bankenaufsichtlichen Vorschriften erforderlich. In vielen Ländern, z. B. auch in Deutschland, ist der

Bankenmarkt nicht derart stark segmentiert, dass große Banken lediglich internationales Geschäft betreiben. Vielmehr konkurrieren diese Big Player z. T. immer noch national, regional und in Einzelfällen sogar lokal mit kleineren und mittleren Kreditinstituten.

In Basel - und parallel hierzu auch in Brüssel - findet derzeit ein Abstimmungsprozess über die neuen Kapitalregeln, Aufsichtsverfahren und Veröffentlichungspflichten der Banken statt. Mit der Revision der Baseler Eigenkapitalvereinbarung (kurz Basel II) arbeitet der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht an einem Projekt, das die Aufsicht insgesamt näher und adäquater an die tatsächlichen Risiken der Banken bringen soll und damit einen wesentlichen Beitrag zur Sicherung der Systemstabilität auf den Finanzmärkten leisten wird. Das hierzu voraussichtlich im Januar 2001 erscheinende Konsultationspapier wird insgesamt recht umfangreich werden. Gerade von deutscher Seite wurde aber in die Verhandlungen eingebracht, dass der eigentliche Regelungstext so knapp wie möglich gehalten werden soll.

Mit einem Projekt in der Dimension von Basel II sind zwangsläufig auch Fragen verbunden, die den Wettbewerb und die nationalen Marktstrukturen berühren. Die neuen Regeln werden nicht nur Auswirkungen auf die großen, international tätigen Banken haben, sondern auch als Regelungsvorlage in entsprechende europäische Richtlinien eingehen. Dabei sollte m. E. der europäische Kontext ausreichend berücksichtigt werden, insbesondere die in den meisten Ländern, auch in Deutschland anzutreffende Struktur des Marktes mit vielen kleinen und mittleren Kreditinstituten. Es geht nicht darum,

für diese Institute eine "Regulierung light" einzuführen, indem die prudentiellen Anforderungen niedriger angesetzt würden. Nein, es geht darum, Größe, Komplexität und Geschäftsstruktur dieser Institute in der Frage, wie detailliert und differenziert sollen die Regeln und Aufsichtsansätze sein, angemessen zu berücksichtigen. Beispiele für solche Differenzierungen sehe ich u. a. in den Bereichen Supervisory Review Process (SRP), den Veröffentlichungspflichten oder in der Säule Eins bei den regulatorischen Anforderungen für das interne Rating, das in seiner einfachen Ausgestaltung für einen breiten Kreis von Instituten als Alternative zum Standardansatz wählbar sein muss.

Im Mittelpunkt der Baseler Überlegungen steht wie schon 1988 (Basel I) die Frage nach der adäquaten Eigenkapitalunterlegung der Risiken im Bankgeschäft. In der Herangehensweise bei der Bewertung dieser Risiken ist die Bankenaufsicht bereit, eine bedeutende Änderung gegenüber dem Status quo vorzunehmen: In Zukunft soll auch im Kreditrisiko, dem Hauptrisiko der meisten Banken, der eigenen Risikoeinschätzung der Banken und Sparkassen ein viel größeres Gewicht als bisher beigemessen werden. Die Bankenaufsicht beabsichtigt, die regulatorischen Kapitalanforderungen künftig an die eigene Risikoeinschätzung der Banken zu knüpfen.

Dieser im Kreditrisiko konzeptionell neue Ansatz - bei den Marktpreisrisiken findet dieses Konzept bereits seit einigen Jahren Anwendung - hat eine für die Banken neue Dimension: Sie werden künftig ein Mehr an Verantwortung tragen. Über die Quantifizierung

und Bewertung der eigenen eingegangenen Kredit- und Marktrisiken hinaus, steigt ihre Verantwortung auch für die Stabilität des Finanzsystems insgesamt, denn das Kreditgeschäft mit seinen vielfältigen Variationen ist nach wie vor einer der größten Risikoposten im Bankgeschäft.

Der wesentliche Puffer für den Fall, dass aus Risiken bei einem Kreditinstitut Verluste werden, ist auch weiterhin das Eigenkapital, und zwar in der derzeit geltenden Definition. Als ein wesentliches Ziel steht daher über den Arbeiten an Basel II, dass die Eigenkapitalausstattung im Bankensystem insgesamt auf dem derzeitigen Niveau gehalten werden soll; es soll nicht steigen, wie teilweise von Bankenseite behauptet wird.

Ich erwarte, dass sich durch die differenziertere Messung der Kreditrisiken sowie durch die vorgesehene umfassendere Berücksichtigung von kreditrisikoreduzierenden Techniken - also von Kreditsicherheiten und Garantien, aber auch von Kreditderivaten und Verbriefungen - die durchschnittlichen Eigenkapitalanforderungen vermindern werden. Dieser Entlastungseffekt würde für sich betrachtet dazu führen, dass der bisher implizit vorhandene Kapitalpuffer für die sog. „anderen Risiken“ nicht mehr zur Verfügung stehen würde. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um das Zinsänderungsrisiko des Anlagebuches und das operationelle Risiko, also z. B. Betriebs-, Rechts- und Reputationsrisiken.

Nach dem derzeitigen Diskussionsstand in Basel wird auf eine obligatorische Kapitalunterlegung des Zinsänderungsrisikos im

Rahmen der ersten Säule verzichtet. Stattdessen ist eine Berücksichtigung im sog. Supervisory Review Process vorgesehen.

Unter den Marktteilnehmern und der Bankenaufsicht scheint es dagegen unstrittig, dass operationelle Risiken in nennenswertem Umfang bestehen. Es ist deshalb notwendig, den bestehenden intensiven Dialog zwischen Aufsicht und Bankindustrie über die noch offenen Fragen fortzusetzen (z. B. einer praxisgerechten Definition und einer ausreichenden Messbarkeit dieser Risiken). Daran anknüpfend soll es eine angemessene Eigenkapitalunterlegung für das operationale Risiko geben.

In einer von Strukturveränderungen und neuen technologischen Möglichkeiten geprägten Bankenwelt muss die Aufsicht zudem stärker an das Geschehen in den Banken und ihre Geschäfte und damit ihre Risiken heranrücken. Genau dies soll über die zweite Säule des neuen Akkords, den Supervisory Review Process, erreicht werden. Dabei geht es nicht um den Eingriff in geschäfts-politische Entscheidungen der Institute. Tatsache ist vielmehr, dass standardisierte Eigenkapitalanforderungen dem teilweise sehr unterschiedlichen Risikoprofil der Institute nur bedingt gerecht werden. Sie müssen daher durch eine individuelle Betrachtung adjustiert werden. Notwendige Anpassungen können dabei sowohl auf der Risiko- als auch auf der Kapitalsseite erfolgen; Kapitalzuschläge sollen aber eher die Ausnahme sein.

Als weitere Ergänzung ist schließlich die Verbesserung der Transparenz vorgesehen. Insbesondere im internationalen Rahmen

gewinnt die Disziplinierung von Unternehmen durch die Marktkräfte immer stärker an Bedeutung. Für die Hauptadressaten des Baseler Akkords, die international tätigen Banken, halte ich die Veröffentlichung von relevanten Informationen als Grundlage für Entscheidungen der Marktteilnehmer auch für sehr wichtig. Allerdings sollte m. E. in dem Konzept für die Veröffentlichungsstandards auch der Grundsatz der Wesentlichkeit beachtet werden, d.h. eine Differenzierung nach Größe, Komplexität und Systemrelevanz der Institute vorgenommen werden; dies sollte – wie bereits erwähnt – zu geringeren Anforderungen für kleine und mittlere Kreditinstitute führen.

VI

Die Hauptverantwortung dafür, das Systemrisiko möglichst gering zu halten, liegt natürlich weiterhin bei der Aufsicht. Insofern ist es wichtig, dass die Aufsicht über konkretere Vorstellungen zu den Wirkungen des neuen Akkords verfügt. Wie vieles Neue beinhaltet allerdings auch der neue Aufsichtsstandard insoweit noch keine Gewissheit.

Gegenwärtig werden in sog. „Impact Studies“ die Kapitalwirkungen von Basel II untersucht. Auch eine Arbeitsgruppe des Baseler Ausschusses geht dieser Frage nach. Die Aussagefähigkeit solcher Studien ist m. E. aber begrenzt, da sie jeweils nur die gegenwärtige Situation widerspiegeln können. Dagegen können die Studien aber kaum die Wirkungen der neuen Vorschriften auf die Geschäftspolitik

und -strategie der Institute adaptieren, die ihrerseits Auswirkungen auf die Kapitalanforderungen haben.

Darüber hinaus können die "Impact Studies" zum gegenwärtigen Zeitpunkt nur unter verschiedenen Annahmen durchgeführt werden, weil einige wichtige Fragen (z. B. Umfang der anerkennungsfähigen Sicherheiten) und Parameter (z. B. Definition des Ausfalls beim internen Rating) noch nicht endgültig geklärt sind. Sollte sich herausstellen, dass einige Parameter die tatsächliche Lage nicht adäquat widerspiegeln, so lassen sich Annahmen bei der Kalibrierung nach der Konsultationsperiode noch korrigieren. Ich möchte daher an dieser Stelle nur dafür sensibilisieren, bei der Bewertung quantitativer Ergebnisse dieser Studien den zugrundeliegenden Annahmen die gebührende Aufmerksamkeit zu schenken.

VII

Seit der Verabschiedung des derzeit gültigen Baseler Akkords im Jahr 1988 sind nunmehr 12 Jahre vergangen. Das Umfeld, in dem die Banken operieren, hat sich in diesem Zeitraum erheblich gewandelt, und die Geschwindigkeit, mit der sie auf Veränderungen reagieren mussten, hat zugenommen. Diesem Druck, sich den Veränderungen auf den Märkten anzupassen, ist auch die Bankenaufsicht ausgesetzt. Sie muss darüber hinaus prüfen, ob die einmal festgelegten Ziele bankenaufsichtlicher Vorschriften noch angemessen sind und ggf. ihr Zielbündel adjustieren. Daher wird die Überarbeitung der Eigenkapitalvorschriften mit Basel II nicht abgeschlossen sein. Es handelt sich vielmehr um einen Prozess, der

weitergeht. Es werden mit hoher Wahrscheinlichkeit keine weiteren 12 Jahre vergehen, bis die nächste Anpassung der Regeln ansteht. Dabei wird die Bankenaufsicht aber darauf achten, dass die Banken das Maß und die Geschwindigkeit der Aufsichtsänderungen verkraften können.

VIII

Meine Damen und Herren, neben risikogerechten Aufsichtsregeln und modernen Aufsichtspraktiken ist der institutionelle Rahmen der Bankenaufsicht von besonderer Bedeutung. Auf europäischer Ebene taucht in diesem Zusammenhang, insbesondere seit der Einführung des Euro, gelegentlich die Frage auf, ob der einheitliche Währungsraum auch eine zentrale, supranationale Aufsicht benötigt.

Die derzeitige Aufsichtsstruktur in Europa ruht auf drei Säulen:

- harmonisierte Regelungen bei gegenseitiger Anerkennung
- nationale Aufsichtskompetenz mit dem Prinzip der Heimatland-kontrolle sowie
- Kooperation und Koordination

Diese Struktur der Aufsicht in Europa ist mit den Entwicklungen und Veränderungen im Finanzsektor mitgewachsen und hat parallel zum Markt gewissermaßen eine, z. T. allerdings in der Öffentlichkeit wenig wahrgenommene, eigene Internationalisierungsstrategie verfolgt.

Insgesamt erscheint mir das gegenwärtige Aufsichtssystem in Europa angemessen. Dass der institutionelle Rahmen in der EU ausreichend ist, bestätigt auch das Ergebnis einer unlängst vorgelegten Studie einer hochrangigen Arbeitsgruppe des Wirtschafts- und Finanzausschusses (Henk Brouwer-Report). Allerdings wird eine noch weiter gehendere Kooperation in der Aufsichtspraxis gefordert, was ich sehr begrüße. Der Ecofin-Rat, in dessen Auftrag die Studie erfolgte, hat das Ergebnis zustimmend zur Kenntnis genommen.

Einer zentralen Aufsichtsinstanz bedarf es also derzeit nicht, zumal die Integration des europäischen Bankenmarktes trotz einiger Fusionen und Zusammenschlüsse bisher noch nicht so weit fortgeschritten ist, dass institutionelle Schlussfolgerungen zu ziehen wären. Eine europäische Aufsichtsstelle könnte zwangsläufig nicht über vergleichbar intime Kenntnisse und die erforderliche Marktnähe auf allen Bankenmärkten wie die heutigen nationalen Aufsichtsstellen verfügen.

Auch die fehlende politische Union Europas, und zwar über das Eurowährungsgebiet hinaus, wäre wohl eine hohe Hürde für die Realisierung einer europäischen Aufsicht. Hoheitliche Maßnahmen, wie z. B. die Schließung eines Kreditinstituts und die Frage, ob und ggf. unter welchen Bedingungen ein bail-out im Krisenfall sinnvoll ist, sind potenziell mit dem Einsatz von nationalen Steuergeldern verbunden, über den nicht eine supranationale Instanz entscheiden sollte. M. E. geht es im Kern auch nicht um das Ziel, eine neue Aufsichtsinstitution in Europa zu kreieren, sondern primär um eine

stärkere Harmonisierung von Aufsichtsregeln und -praktiken, die vor allem den mit Tochtergesellschaften in mehreren EU-Ländern vertretenen Banken das Leben erleichtern würden. Die adäquate Antwort hierauf wäre eine noch intensivere Kooperation unter den Aufsichtsstellen.

Meine Damen und Herren, auch in Deutschland gibt es Vorschläge, die Struktur der Bankenaufsicht zu optimieren. Nicht zuletzt mit Blick auf die zusätzlichen Anforderungen für die Aufsicht, die aus dem neuen Baseler Akkord resultieren, wäre es mein Wunsch, dass hierzu in nicht allzu großer Ferne eine politische Entscheidung getroffen würde. Beispielhaft erwähnen möchte ich nur die Prüfung und Abnahme der bankinternen Ratings und den Supervisory Review Process. Die deutsche Bankenaufsicht sollte ihre Ressourcen und Kräfte zusammenlegen. Der stärkere Fokus der Aufsicht auf Systemrisiken, komparative Vorteile der Notenbank durch ihre Rolle im Zahlungsverkehr sowie ihre Marktnähe und die Möglichkeit der Nutzung von Informationen aus dem Refinanzierungsgeschäft sprechen bei nüchterner Betrachtung für eine Vollintegration der Bankenaufsicht in die Bundesbank. In der Tat gilt es, die möglichen Effizienzvorteile bei einer institutionellen Reform der Bankenaufsicht in größtmöglicher Weise zu nutzen.

IX

Meine Damen und Herren, wie der Gramm-Leach-Bliley Act in den USA und die Tendenz einiger deutscher und europäischer Banken zur Schwerpunktsetzung ihrer Geschäftsaktivitäten zeigen, bewegen

sich die vormals sehr unterschiedlichen Bankensysteme - Trennbankensystem in den USA, Universalbankensystem in Kontinentaleuropa - aufeinander zu. Allerdings wird es m. E. nicht einmal auf mittlere Sicht zu einer vollständigen Angleichung der unterschiedlichen Marktstrukturen kommen. Dafür sind die strukturellen Unterschiede der Bankensysteme in den Ländern Europas und noch stärker weltweit nach wie vor erheblich.

So bleibt es eine Daueraufgabe, beide „Grundparameter“ der Ausgestaltung der Aufsichtsregeln

- möglichst große Nicht-Determinierung der Märkte und
- Wettbewerbsneutralität („level playing field“)

in einer globalisierten Finanzwelt zu gewährleisten.

Ich bin aber zuversichtlich, dass wir gemeinsam - die Banken und die weltweite „Aufsichtscommunity“ - mit dem entsprechenden Verständnis für die Anliegen des jeweils anderen in der Lage sein werden, die besonderen Aufgaben, die uns die Unterschiedlichkeiten der Märkte und der Wandel an den Märkten stellen, zu bewältigen.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Sendesperrfrist:
7. November 2000, 17:30 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Prof. Dr. Hermann Remsperger

Europas Chancen im internationalen Wettbewerb

**Thesen für den Wirtschaftstag 2000 des Wirtschaftsrats der CDU
am 7. November 2000
in Berlin**

1. Die europäische Wirtschaft hatte in den letzten beiden Jahren erhebliche Exporterfolge zu verzeichnen. In den ersten acht Monaten dieses Jahres übertrafen die Ausfuhrumsätze der EWU-Mitgliedsländer mit Drittstaaten ihren Vorjahreswert um fast 20 %. Gemessen am realen effektiven Wechselkurs des Euro auf der Basis der relativen Lohnstückkosten ist die Wettbewerbsposition der Euro-Länder heute deutlich besser als in den 90er Jahren. Zum Teil sind dies die Früchte der stabilitätspolitischen Anstrengungen der EWU-Teilnehmer sowie insbesondere auch das Ergebnis der Rationalisierungsbemühungen und Umstrukturierungen in den europäischen Unternehmen. Eine große Rolle spielte aber auch die Wechselkursentwicklung seit der Einführung des Euro.
2. Die Verbesserung der Wettbewerbsposition der Euro-Länder durch die beträchtliche **Abwertung des Euro** ist allerdings aus mehreren Gründen kritisch zu betrachten. Erstens handelt es sich dabei vermutlich nur um vorübergehende Wettbewerbsvorteile. Mit ihnen können die Anbieter aus dem Euro-Raum also nicht dauerhaft rechnen. Zweitens birgt eine länger anhaltende Abwertung Risiken für die Preisstabilität, die wiederum zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit im Eurogebiet führen kann. Drittens besteht die Gefahr, dass Strukturprobleme in der Wirtschaft oder in der Wirtschaftspolitik durch eine Abwertung übertüncht werden, die zu „unverdienten“ Wettbewerbsvorteilen führt.
3. In den ungelösten **Beschäftigungsproblemen** werden die strukturellen Wettbewerbsschwächen der europäischen Volkswirtschaften am deutlichsten erkennbar. Hier liegen seit Jahren beträchtliche Produktions- und Wachstumsreserven, die durch das Zusammenspiel von institutionellen Starrheiten und ökonomischen Fehlanreizen unausgeschöpft bleiben.
4. Gerade weil wir in der Bundesbank immer wieder Reformen „angemahnt“ haben, ist aber auch anzuerkennen, dass in den letzten Jahren vieles auf den Weg gebracht worden ist, was die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft

tendenziell erhöht. Auf einigen Gebieten sind die erzielten Erfolge größer als mancher Beobachter anfangs erwartet haben mag: So ist die Konsolidierung der **öffentlichen Finanzen** nicht zuletzt wegen der Teilnahmebedingungen an der Währungsunion insgesamt gut vorangekommen. Darüber hinaus sind in einer Reihe von Ländern Steuerreformen unterwegs, die die Abgabenlast des privaten Sektors vermindern sollen. Jetzt kommt es darauf an, dass die Reform- und Konsolidierungsbemühungen im Aufwärtsprozess der europäischen Volkswirtschaften nicht auf halbem Weg stehen bleiben. Die Staatsausgabenquote ist weiter zu reduzieren.

5. Verstärkte Anstrengungen sind insbesondere bei den Reformen der **sozialen Sicherungssysteme** notwendig. Ziel dieser Reformen muss es sein, die finanzielle Stabilität der sozialen Sicherungssysteme bei den sich abzeichnenden demografischen Veränderungen zu gewährleisten und die Abgabenbelastung zu begrenzen. In den EU-Ländern wird sich die Relation zwischen der Bevölkerung im Alter von 65 und mehr Jahren zu den 15 bis 64-jährigen bis 2040 mehr als verdoppeln - und zwar auf 48 % (Eurostat-Prognose). Eine Ergänzung des derzeit dominierenden Umlageverfahrens durch eine kapitalgedeckte Altersversicherung erscheint vor diesem Hintergrund unbedingt notwendig. Über die flexible Nutzung des wertvollen Humankapitals älterer Arbeitnehmer muss intensiv nachgedacht werden. Darüber hinaus kommt es darauf an, die Sozialversicherungssysteme beschäftigungsfreundlicher auszugestalten. Nicht nur nach Einschätzung internationaler Organisationen, wie dem IWF und der OECD, sollten die Anreize zur Arbeitsaufnahme verbessert werden.
6. Neben den Funktionsmängeln auf einigen europäischen Arbeitsmärkten wird als ein weiterer Standortnachteil häufig angeführt, dass die „**New Economy**“ in Europa noch nicht Tritt gefasst habe. Die Bundesbank hat allerdings darauf hingewiesen, dass unterschiedliche Deflationierungsmethoden den Vorsprung der USA bei realen EDV-

Investitionen überzeichnen. Hinzu kommt zum Beispiel, dass Europa auf dem wichtigen Zukunftsmarkt Mobilfunk eine Führungsposition einnimmt.

7. Als Indikator für die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft wird oft auch die Entwicklung der grenzüberschreitenden **Direktinvestitionen** angesehen. Ausländische Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet wären danach Ausdruck attraktiver Standortbedingungen. Per saldo sind in den ersten acht Monaten dieses Jahres fast 73 Mrd € an ausländischen Direktinvestitionen in die Euroländer geflossen - nach Netto-Abflüssen in den Jahren davor. Diese Zahl sollte aber nicht bereits als Beleg für einen entsprechenden Zugewinn an Wettbewerbsfähigkeit interpretiert werden. Zum einen stehen die Rekordzuflüsse dieses Jahres nämlich im Zusammenhang mit einem großen Unternehmenszusammenschluss im Telekommunikationssektor. Sie sind deshalb nicht ohne Weiteres als Indiz einer allgemeinen Tendenz zu nehmen. Zum anderen ist die Eignung der Direktinvestitionsströme als Standortindikator ohnehin nicht unumstritten. So sind die früher überwiegenden europäischen Direktinvestitionen im Ausland nicht uneingeschränkt als Anzeichen für Standortnachteile in Europa, sondern auch als Ausdruck der Entwicklung europäischer Unternehmen zu weltweit agierenden „Global Players“ zu werten - und insoweit teilweise sogar als Reflex der Wettbewerbsstärke der betreffenden Unternehmen zu sehen.
8. Schwer zu überschauen sind die Belastungen, die sich aus dem Anstieg der **Rohölpreise** ergeben. Für den Netto-Importeur Europa bedeutet diese Entwicklung nicht nur eine Zunahme der Preisrisiken, sondern auch einen realen Einkommensverlust durch die Verschlechterung der Preisrelationen im Außenhandel. Letztlich haben die Ölverbraucher-Länder nur die Möglichkeit, ihre Abhängigkeit von den Ölimporten weiter zu reduzieren. Nach den Ölkrisen der frühen siebziger und achtziger Jahre wurden hier in allen Industrieländern bereits erhebliche Fortschritte erzielt. Dies begrenzt die negativen Effekte, die heute vom Ölpreisanstieg ausgehen.

9. Die **Einführung des Euro** bedeutete für die Mitgliedsländer der EWU nicht nur den Wegfall der Wechselkursrisiken für Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Dadurch und durch die erhöhte Preistransparenz hat sich vor allem auch der Wettbewerb auf den Märkten der Union intensiviert. Die Verschärfung des Konkurrenzdrucks im Innern dürfte die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen auch gegenüber Drittländern stärken. Das Zusammenwachsen der europäischen Finanzmärkte verschafft ihnen darüber hinaus durch verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten günstigere Standortbedingungen als bisher.
10. Der wichtigste Beitrag, den die **Geldpolitik** als Voraussetzung für die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften an den Weltmärkten leisten kann, heißt Preisstabilität. Sie ist die Grundlage für niedrige Zinsen im Innen- und die Wertschätzung der Währung im Außenverhältnis. Zusammen mit einer weiteren Verbesserung des wirtschaftspolitischen Umfelds können stabile Preise verstärkt zu Anlagen in Europa beitragen, die das Wachstum und die Beschäftigung fördern. Davon dürfte auch die Stellung des Euro an den Devisenmärkten profitieren. Die mit diesem gesamten Prozess verbundene Kräftigung der europäischen Volkswirtschaften schafft mehr als nur temporäre Chancen für Europa im internationalen Wettbewerb.
11. Lassen Sie mich noch hinzufügen, dass sich auch Notenbanken im internationalen Wettbewerb behaupten müssen. Deswegen dürfen sie organisatorisch nicht erstarren. Hier ist es für die Deutsche Bundesbank fünf vor zwölf. Sie muss durch eine Reform an Haupt und Gliedern so schnell wie möglich europatauglicher gemacht werden.

Embargo:
November 17, 2000, 3.30 p.m. MEZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

President

of the Deutsche Bundesbank

Regulating European Financial Markets

Frankfurt European Banking Congress

in Frankfurt

on Friday, November 17, 2000

I

Ladies and gentlemen,

"What are the essential features of an efficient regulation of the financial markets in Europe?" That is a question which cannot be answered in a single sentence. Nevertheless, it is possible to specify elements which form an indispensable part of a modern regulatory framework. These include:

1. Rules for the markets and the participants - rules which are in line with market conditions and, at the same time, underpin the stability of the financial system.
2. Organisational forms of financial market supervision which should mirror market structures, but not run ahead of them.
3. Supervisory practices which - especially in Europe - have to be harmonised even more closely in order to improve and safeguard the "level playing field".
4. A sufficient quantity of highly qualified experts in the field of supervision.

Globalisation, technological progress and international competition are the trends that are shaping all the financial markets - and, of course, the stock markets in Europe. The stock markets are engaged in fierce competition with each other. Issuers and investors want a liquid market that is efficient, secure and as cost-effective as possible in terms of both trading and settlement. Alliances or even mergers are strategic options for strengthening competitive positions. These changes are taking place in a setting where there is comparatively little harmonisation in the regulatory environment provided by securities and stock exchange law. Relatively new

competitors have recently been entering the field in the shape of electronic communication networks (ECNs). These are electronic trading platforms but are not licensed stock exchanges. In terms of turnover, these ECNs do not play a major role at present but, even so, there arises the problem of competition between licensed and regulated stock exchanges and the scarcely regulated ECNs. In my view, it is very important for a "level playing field" to be created in this area.

Given this dynamic setting, analysing the present system of securities and stock exchange supervision in Europe is both prudent and necessary. The group of financial experts under the direction of Baron Alexandre Lamfalussy has presented an interim report which is to be discussed in the near future by the ECOFIN Council.

Without wishing to pre-empt that discussion, a gradual approach appears to me to be a solution that is both prudent and feasible. That is also what is stated in the report by Baron Lamfalussy. As a matter of priority, the regulatory gaps should be filled in and the process of harmonisation in the stock exchange and securities sector should be accelerated. One example is the "European Passport" for issuers. The Forum of the European Securities Commissions (FESCO) will be presenting a proposal on this shortly. At present, the creation of uniform regulations, combined with an intensification of cross-border cooperation in committees represents a better course of action than a "Big Bang". Centralised stock exchange and securities supervision would scarcely be able to function without a European regulatory framework. Effective stock exchange supervision depends on being particularly close to the

markets. National bodies possess such market proximity in a more or less natural way.

II

The appropriateness of the present supervisory structures in Europe is being studied by banking supervisors, too. The report commissioned by the ECOFIN Council, known as the Henk Brouwer Report, has confirmed that the existing structure of European banking supervision is - without any reservations - doing its job properly. Even so, the report states that practical cooperation among those involved in banking supervision still has to be further optimised. Among other things, that finding reflects a development that attracts little attention from the general public: Banking supervisors have been continuously adapting themselves to the trend towards cross-border activities. They have been pursuing their own internationalisation strategy. The present system of banking supervision in Europe essentially rests on three pillars

- Harmonisation of the regulations,
- National regulatory competence, and
- bilateral and multilateral cooperation.

Bilateral cooperation is based on memoranda of understanding between the supervisory bodies. Added to this, at the multilateral level there is the Banking Supervision Committee at the ECB. This committee is filled by senior representatives of the supervisory authorities and central banks of all the 15 EU member states and facilitates the exchange of information and cooperation both among the national supervisors themselves and with the ESCB.

One main area of the BSC's work consists of macro-prudential studies on the stability of the EU banking systems. This includes, for example, the study on "Asset Price Inflation and Banking Stability", which has also been published. The committee thereby makes a major contribution to crisis prevention. In the converging European financial market, systemic crises are becoming an increasingly important issue. Central banks, in particular, have a special interest in safeguarding the stability of the financial system. The prevention of crises has to be the paramount consideration. Nevertheless, we also have to be prepared for the worst. What has to be done in the event of cross-border crises? Who has to be informed? Where can we meet? Naturally, responsibility initially rests at the national level. I believe, however, that the BSC, in which central bankers and regulators are already represented, is a suitable platform for multilateral crisis management. Proximity to the ECB is proving to be an advantage, since the ECB can provide the required infrastructure. Central banks can play a major role in crisis management - something which is also shown by the example of the New York Fed in the case of LTCM.

Another area of current relevance in the work of the BSC – as well as of other supervisory bodies within the EU – is the convergence of supervisory practices. Great progress has been achieved in harmonising banking supervisory law. Even so, there still exist noticeable differences in practice. Furthermore, mention should also be made of the (informal) Groupe de Contact and the Banking Advisory Committee in Brussels. These bodies that already exist are doing a good job. They could be pacemakers for the ongoing

harmonisation of prudential regulations and, above all, of supervisory practices which still diverge too widely in some cases. A centralised European banking regulatory body is not necessary for that purpose, nor would such a body be able to cope with the requirements of the present financial market structures. Why?

- The national supervisors are more intimately acquainted with the economic and legal framework in which their own banking systems operate. Even with a centralised solution, they would have to continue to perform their present duties in order to prevent losses of efficiency in the regulatory process.
- Despite the tendency to convergence, the national banking systems will continue to differ from each other for the foreseeable future.

In other words, the integration of the European banking systems is not yet far enough advanced for policymakers to respond with institutional reforms at present. Regulators should follow the market structures as they develop. They should not attempt to steer the market structures in a particular direction. Europe is not yet sufficiently integrated politically for it to be possible to ensure the effectiveness and efficiency of a centralised European supervisory body. It is difficult to imagine centralised banking supervision in Europe without having first achieved a political union in major areas such as taxes or legal and fiscal policy. Sovereign interventions on the part of a centralised authority involving, say, the closure of a bank or a decision on the use of national taxpayers' money, for example, are unlikely to meet with much approval. At the moment, it is not possible to tell whether policymakers are prepared to take such comparatively far-reaching steps. As I see it, the objective

should not be a "Big Bang" but rather the creation of better coordinated regulations and supervisory practices.

III

I wish to talk now briefly about insurance supervision. In this area, too, the differences in the regulations in Europe are probably still too great for a Europe-wide centralisation of insurance supervision to appear an appropriate solution. But the debate is even going beyond that - in the direction of a European "one-stop" financial supervisory authority. Given the problems in the individual financial sectors that I have just outlined, I do not believe that this would be a suitable organisational model for Europe in the foreseeable future. Moreover, "one-stop" financial supervision is not a familiar regulatory model in Europe. It would therefore probably be difficult to implement.

IV

Therefore, my conclusion is that it is necessary to close the remaining regulatory gaps, to harmonise the existing regulations and supervisory practices and to intensify cross-border and cross-sector cooperation among the supervisors. I believe that new institutions in Europe are not practicable at the moment. The existing bodies should be strengthened instead. Ensuring an appropriate system of regulation for the European financial system remains an ongoing task. More than ever, this calls for a flexible response from policymakers and regulators.

* * *



Sendesperrfrist:
24. November 2000, 12:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Edgar Meister

Mitglied des Direktoriums
der Deutschen Bundesbank

**Aktuelle Entwicklungen in der Kreditwirtschaft -
Herausforderungen für Banken und Bankenaufseher**

Versammlung des Sparkassen- und Giroverbandes Rheinland-Pfalz
in der Sparkassenakademie Schloß Waldthausen
am Freitag, 24. November 2000

I

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

ich freue mich, heute in der Sparkassenakademie Schloß Waldhausen Ihr Gast sein zu dürfen. Denn gerade ein Ort wie Schloß Waldhausen, das sich neben seiner Funktion als Aus- und Weiterbildungszentrum auch als eine Stätte der Begegnung und der Kommunikation versteht, sollte in besonderem Maße geeignet sein, den Dialog zwischen Aufsicht und Instituten aufrecht zu halten. Ich möchte deshalb nicht nur zu Ihnen über die aktuellen Entwicklungen in der Kreditwirtschaft und die Herausforderungen für Banken und Aufseher sprechen, sondern gerne im Anschluss mit Ihnen über den einen oder anderen Sachverhalt aus diesem Themenkreis diskutieren.

Die Finanzbranche erlebt stürmische Zeiten, die von den Finanzinstituten wie auch von der Bankenaufsicht einige Anstrengungen verlangen, um den Kurs in Richtung ihrer Ziele zu halten. Wenn auch bei den Instituten das Ziel des individuellen Geschäftserfolges im Vordergrund stehen mag, so dürfen sie dabei jedoch nicht das gemeinsam mit der Bankenaufsicht bestehende Ziel der fortdauernden Stabilität des Bankensystems aus den Augen verlieren. Den vielfältigen aktuellen Herausforderungen erfolgreich zu begegnen, erfordert auf beiden Seiten ein außerordentliches Maß an Flexibilität und Anpassungsbereitschaft.

Die Banken stehen in erster Linie Herausforderungen gegenüber, die einerseits aus der fort dauernden dynamischen Marktentwicklung im Finanzwesen resultieren und andererseits die Folge neuer Bestimmungen auf der regulatorischen Ebene sind.

Für den Sektor der Landesbanken und Sparkassen ist die noch offene Entscheidung der EU-Kommission in der Frage staatlicher Beihilfen ein zusätzlicher Faktor der Ungewissheit. Die EU-Kommission sollte hier alsbald einen verlässlichen Rahmen schaffen; dabei geht es einerseits um wettbewerbsrechtliche Erfordernisse, andererseits geht es um eine faire Berücksichtigung der Interessenlage von Landesbanken und Sparkassen. Die Bankenaufsicht hat ein Interesse an einer möglichst raschen und einvernehmlichen Klärung der in diesem Zusammenhang anstehenden Fragen, denn langwierige Auseinandersetzungen würden die Rechtsunsicherheit fortbestehen lassen und wären für die Stabilität unseres Finanzsystems sicher nicht hilfreich.

II

Lassen Sie uns im folgenden zunächst den Blick auf die aktuellen Entwicklungen im Bankensektor richten. Welche Veränderungen lassen sich dort konstatieren und welche Folgen resultieren daraus für die Institute, aber auch für die Aufsicht ?

Die herausragenden Kennzeichen für den Wandel im Bankensektor sind

- die Neuausrichtung der Geschäftspolitik und die Neugestaltung der Organisation (Stichwort Outsourcing) vieler Banken vor dem Hintergrund einer schwieriger gewordenen Ertragslage,
- der Einfluss der rasanten technologischen Entwicklung auf die Wettbewerbssituation und
- der anhaltende Konsolidierungstrend im Bankensektor.

Nach der Einführung des Euro haben die europäischen Finanzmärkte einen höheren Integrationsgrad erreicht. Dadurch haben sich potentiellen Kreditnehmern erweiterte Finanzierungsmöglichkeiten auf den Kapitalmärkten eröffnet. Dennoch ist Deutschland wie auch der gesamte Euro-Raum in erster Linie eine Kreditzone geblieben. Vor allem für die mittelständisch geprägten Volkswirtschaften ist der klassische Bankkredit immer noch das Hauptfinanzierungsinstrument im Unternehmenssektor. So liegt nach wie vor der Geschäftsschwerpunkt der meisten Banken weiterhin im traditionellen zinsabhängigen Geschäft.

Im Zusammenhang mit sinkenden Margen im Kreditgeschäft ist jedoch ein Trend zum provisionsabhängigen Geschäft unübersehbar. Allerdings hat die Neuausrichtung der Geschäftspolitik vieler Institute auf das Provisionsgeschäft dort inzwischen zu einem starken Wettbewerb geführt, der durch den Markteintritt von Direktbanken und -broker noch härter geworden ist. Gleichzeitig ist der Bankkunde preissensibler geworden. Mehr noch, seine Bereitschaft zu einem Wechsel der Bankverbindung oder der zusätzlichen Aufnahme von Geschäftsbeziehungen zu anderen

Instituten neben seiner „Hausbank“ hat zugenommen. Damit haben sich die Spielräume bei der Konditionengestaltung zu Lasten der Institute verringert.

Insgesamt gesehen stehen viele Banken unter dem Druck, die sinkenden Margen im Zinsgeschäft durch eine Neuausrichtung ihres Geschäftsschwerpunktes bzw. ihrer Geschäftspolitik zu kompensieren. Allerdings kann dabei das Eingehen höherer Risiken z. B. im Kreditgeschäft aber auch im vermehrten Eigenhandel in Wertpapieren keine tragfähige Lösung zur Stabilisierung oder Verbesserung der Ertragslage sein. Ein notwendiger Strukturwandel wird dadurch allenfalls hinausgezögert, jedoch nicht verhindert.

Meine Damen und Herren, bei der Betrachtung der Ertragslage der Institute darf natürlich auch die Kostenseite nicht vergessen werden. Dabei steht vor allem die Frage im Mittelpunkt, wie der Bankbetrieb noch effizienter organisiert werden kann. Vor allem für eine stark in der Fläche präsente Institutsgruppe wie die Sparkassen ist die Optimierung des Zweigstellennetzes sicherlich eine der wichtigsten Aufgaben.

Dabei stellt sich die Frage, ob die Zahl der Bankstellen in Deutschland generell als zu hoch angesehen werden muss. Zumindest im internationalen Vergleich gilt die Bundesrepublik nach wie vor als „overbanked“ oder „overbranched“. Wie lässt sich diese Behauptung empirisch untermauern? Die Zahl der Einwohner pro Bankstelle könnte ein passender Indikator sein. Danach lag die Bundesrepublik nach IWF-Angaben im Jahr 1998 mit einem Wert

von rund 1.800 Einwohnern pro Bankstelle deutlich unter den entsprechenden Werten für die USA und Japan (rund 4.300 bzw. 2.900 Einwohner pro Bankstelle) wie auch für Großbritannien (ca. 3.700 Einwohner pro Bankstelle). Aus diesen Ergebnissen ließe sich durchaus Handlungsbedarf ableiten. Allerdings deckt ein einfacher quantitativer Indikator bei weitem nicht alle zu berücksichtigenden Merkmale eines Filialnetzes ab. Aussagen über den Umfang der Vor-Ort-Dienstleistungen, die Länge der Öffnungszeiten oder auch die Anzahl der Mitarbeiter pro Filiale bleiben unberücksichtigt. So liegt zum Beispiel die Kennziffer „Einwohnerzahl je Bankstellenmitarbeiter“ in Deutschland unter der Vergleichszahl für die USA.

Doch unabhängig davon, ob die augenblickliche Zahl an Bankstellen in der Bundesrepublik angemessen ist, werden wir künftig zumindest einen funktionellen Bedeutungswandel der Zweigstellen feststellen. Sie werden sich künftig weniger um die Abwicklung des Massengeschäftes, sondern in erster Linie um die persönliche Beratung der Kundschaft in Finanzangelegenheiten kümmern. Dass die Existenz von Zweigstellen nicht pauschal als überholt angesehen werden darf, untermauert eine jüngst veröffentlichte Studie einer Unternehmensberatung: Danach sieht der Kunde trotz aller neuen technischen Möglichkeiten die Bankfiliale vor Ort immer noch als wichtigsten Zugangsweg zu seinem Kreditinstitut.

Neben der Überprüfung der Dimension und der Aufgaben von Zweigstellennetzen kann auch die weitere Rationalisierung der Arbeitsabläufe im Bankbetrieb einen Beitrag zur Entlastung der

Kostenseite eines Institutes leisten. Eine der Aufgaben des Sparkassen- und Giroverbandes Rheinland-Pfalz ist ja auch die Unterstützung und Beratung seiner Sparkassen in Fragen der Betriebsorganisation mit dem Ziel der Effizienzsteigerung und damit der Kostenbegrenzung. Und dabei dürfte mit Sicherheit das Outsourcing von betrieblichen Funktionen eine wichtige Rolle spielen, ist doch gerade dieser Begriff ein in der Finanzbranche gern verwendetes Zauberwort. Dabei wird die Übertragung betrieblicher Aufgaben auf externe Anbieter als ein wirksamer Beitrag zur Kostenentlastung angesehen. Im Bereich der technischen Massenabwicklung von Kundenaufträgen z. B. im Zahlungsverkehr ist das Outsourcing längst ein bewährtes Verfahren. Der Betrieb gemeinsamer Rechenzentren ist ein weiteres typisches Beispiel für Outsourcing. Outsourcing versetzt gerade die kleineren Institute in die Lage, durch Bündelung ihrer Kräfte an technisch rationellen und damit kostengünstigen Verfahren teilzuhaben.

Wie ist die Auslagerung betrieblicher Funktionen bankenaufsichtlich zu beurteilen? Grundsätzlich steht die Bankenaufsicht dem Outsourcing positiv gegenüber, weil dadurch ein Beitrag zur Stabilisierung der Ertragslage und damit der Bestandsfestigkeit der Institute erreicht werden kann. Allerdings können die Kernfunktionen des Bankgeschäfts wie z. B. die strategische Unternehmenssteuerung oder das Risikomanagement nicht Gegenstand des Outsourcing sein. Denn die Auslagerung sensibler Bereiche auf Dritte könnte die Steuerungs- und Kontrollmöglichkeiten der Geschäftsleitung und die aufsichtlichen Handlungsmöglichkeiten einschränken oder sogar unmöglich

machen. Vor diesem Hintergrund ist klar, dass es auch künftig z. B. eine rein virtuelle Bank, die alle Funktionsbereiche ausgelagert hat und gleichzeitig ihrer Kundschaft nur noch im Internet begegnet, nicht geben kann. Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen wird dazu im nächsten Jahr ein Rundschreiben veröffentlichen, das eine Konkretisierung der bereits bestehenden Outsourcingregelung des KWG beinhalten wird. Die Aufsicht wird auf dessen Basis künftig zu prüfen haben, inwieweit und unter welchen Bedingungen Auslagerungen von Tätigkeiten mit dem KWG vereinbar sind. Um bereits im Vorfeld konkreter Outsourcingmaßnahmen für Klarheit zu sorgen, bietet sich aus meiner Sicht ein intensiverer Dialog der Aufsicht mit den beratend tätigen Institutionen, so auch den Verbänden, an.

III

Der technologische Fortschritt hat zu einem tiefgreifenden Wandel im Bankgewerbe geführt und zwar nicht nur innerhalb des Bankbetriebes - Stichworte Rationalisierung und Automatisierung -, sondern vor allem in der Beziehung zum Kunden. Zunächst waren es die Geldautomaten, Kontoauszugsdrucker und SB-Terminals, die den Personalbedarf in den Zweigstellen verringert und den Kunden unabhängiger von den Öffnungszeiten gemacht haben. Heute sorgen Telefon- und Internet-Banking dafür, dass der Kunde die Bankstelle gar nicht mehr zu betreten braucht, um seine Bankgeschäfte zu erledigen. Die Verbreitung des Internets in den privaten Haushalten erlebt einen Boom, der aufgrund der stark gesunkenen Kosten für einen Internetzugang (minus 80 vH

innerhalb eines Jahres) sicher anhalten dürfte. Neueren Angaben zufolge wurden bereits Ende 1999 allein in Deutschland mehr als 10 Millionen Online-Konten geführt, gegenüber dem Vorjahr ist das ein Zuwachs von 50 vH. Künftig dürfte die Nachfrage nach Online-Banking-Produkten weiter zunehmen. Das heute noch in den Kinderschuhen steckende Handy-Banking wird darüber hinaus im Hinblick auf seine Mobilität noch mehr Möglichkeiten der Fernabwicklung von Bankgeschäften und der Informationsgewinnung bieten. Die hohen Erlöse von knapp 100 Milliarden DM bei der Versteigerung der deutschen UMTS-Lizenzen mögen ein Indiz dafür sein, welch hohe kommerzielle Erwartungen in dieser Technologie stecken.

Die Kommunikations- und Informationsplattform Internet ermöglicht in- und ausländischen Anbietern von Finanzdienstleistungen einen relativ einfachen und kostengünstigen Marktzutritt. Durch das insgesamt breitere und für den potentiellen Kunden transparente Angebot hat sich der Wettbewerbsdruck gerade auf die traditionellen Filialinstitute erhöht. Diese werden sich den neuen Herausforderungen vor allem durch die gezielte Ausnutzung ihrer Stärken stellen müssen. Die Chancen dafür sind gut, denn das bereits vorhandene Wissen über den eigenen Kundenstamm, der Einblick in dessen Vermögensverhältnisse und der persönliche Kontakt sind Pluspunkte, die das traditionelle, vor Ort präsente Kreditinstitut auf der Haben-Seite verbuchen kann. Doch dem Kundenwunsch nach neuen Kommunikationsformen werden sich auch die Filialinstitute nicht verschließen können. Angebote wie Telefon- und Internet-Banking sind somit heute auch für die

Filialinstitute ein wichtiges Element der Kundenbindung und -gewinnung.

Inwieweit ist nun die zunehmende Bedeutung neuer Technologien im Bankenbereich auch ein Thema für die Aufsicht? Der mögliche Beitrag neuer Technologien zu einer Verbesserung der Ertragslage durch Kostensenkung und durch die Gewinnung neuer Kunden ist nur eine Seite der Medaille. Die andere ist jedoch das Auftreten neuer bzw. die Verstärkung bereits bestehender Risiken. Die Bankenaufsicht wird hierauf verstärkt ihre Aufmerksamkeit richten müssen.

Mit steigender Abhängigkeit vom reibungslosen Funktionieren der Technik erhöht sich das Gewicht des technischen Ausfallrisikos als Teil des operationellen Risikos. Das technische Ausfallrisiko wiederum steht in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Reputationsrisiko. Denn das Vertrauen in eine Bank, deren Geschäftsabwicklung oder Kundenkontakt durch häufige technische Pannen gestört ist, wird sicherlich leiden. Vertrauen heißt aber auch Vertrauen in die Sicherheit der elektronischen Vertriebswege. Daher müssen auch die Sicherheitsrisiken der neuen Technologien identifiziert und begrenzt werden. Nicht vergessen möchte ich die rechtlichen Risiken, die z. B. bei im Ausland ansässigen Internet-Finanzdienstleistern auftreten können. Denn es ist schwer nachvollziehbar, inwieweit es sich bei einem solchen Anbieter überhaupt um ein lizenziertes Unternehmen handelt. Deshalb hat der Baseler Ausschuss eine Arbeitsgruppe eingesetzt, die dieser Frage nachgeht.

Außerdem stellt sich die Frage, ob das Internet den Marktzutritt von Non-Banks im Bereich der Finanzdienstleistungen fördert, die dann als Konkurrenten zu den etablierten Instituten auftreten könnten. In Deutschland sehe ich von der bankenaufsichtlichen Seite keine Probleme, denn hier ansässige Non-Banks würden aufgrund unseres weit abgegrenzten Bankbegriffes in den Kreis der beaufsichtigten Institute fallen. Non-Banks mit Sitz im Ausland können jedoch ihre Dienstleistungen über das Internet weltweit anbieten. Fraglich ist jedoch, ob sie bedeutende Marktanteile erringen können. Ihnen fehlt zumindest ein wichtiges Aktiva im Wettbewerb um den Kunden: Der Markenname einer etablierten Bank, der im vertrauenssensiblen Bereich des Bankwesens ganz sicher ein Qualitätsmerkmal per se ist. Dennoch müssen m. E. die Finanzdienstleistungsaktivitäten ausländischer Non-Banks alleine schon zur Gewährleistung eines „level playing field“ bankenaufsichtlich im Auge behalten werden.

IV

Meine Damen und Herren, ein weiteres aktuelles Kennzeichen des Bankensektors ist die anhaltende Konsolidierungstendenz. Auch wenn die Schlagzeilen eher von den großen Zusammenschlüssen der „Big Player“ geprägt sind, so ist doch die Mehrzahl der Fusionen auf der Ebene kleinerer und mittlerer Institute zu beobachten. Außerdem liegt dabei auch ganz klar der Schwerpunkt der Fusionsaktivitäten im Inland. Allerdings hat die Einführung des Euros und damit die stärkere Integration der europäischen

Finanzmärkte auch den grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen einige Impulse verliehen.

Begründet wird der Konsolidierungstrend vor allem auf der Ebene der kleinen und mittleren Institute in erster Linie mit betriebswirtschaftlichen Vorteilen. Dabei dürfte das Ziel Kostensenkung im Vordergrund stehen, aber natürlich auch die durch die Bündelung von Kräften leichtere Durchführung von Investitionen gerade im Bereich neuer IT-Technologien. Manchmal wird auch die leichtere Erfüllung bankenaufsichtlicher Erfordernisse als Motiv für Zusammenschlüsse genannt.

Bei den „Mergern“ unter den großen Instituten steht hingegen oft das Argument des Erreichens einer kritischen Größe mit dem Ziel einer besseren Positionierung im inländischen, europäischen oder sogar globalen Wettbewerb im Zentrum der Überlegungen. Der Erwerb zusätzlicher Expertise auf Geschäftsfeldern, die bisher nicht zu den eigenen Stärken gehörten, auf dem Wege des Zukaufes von Spezialinstituten ist ein weiterer Grund für Zusammenschlüsse.

Bankenaufsichtlich sind Fusionen grundsätzlich dann als positiv zu beurteilen, wenn sie zu einer Verbesserung der Ertragslage führen und damit einen Beitrag zur Stärkung der Bestandsfestigkeit der Institute leisten. Unabhängig von der Größe eines Zusammenschlusses wird die Bankenaufsicht allerdings darauf drängen, dass vor allem in der Übergangsphase einer Fusion die Zuständigkeiten und Verantwortlichkeiten in den beteiligten Instituten klar geregelt sind. Denn auch in Zeiten des Überganges

muss die Risikosteuerung der Bank in geregelten Bahnen verlaufen und die Bankenaufsicht Ansprechpartner haben. „Mega-Fusionen“, die durchaus systemische Risiken bergen, sind bankenaufsichtlich dann eher kritisch zu beurteilen, wenn als Resultat Institute entstehen, deren Steuerbarkeit und Risikomanagement selbst für das eigene Management erschwert ist. Möglicherweise könnten solche Großinstitute aus Sicht der Märkte sogar als „too big to fail“ angesehen werden. Darüber hinaus birgt auch das Scheitern von Fusionen zwischen großen Banken erhebliche Reputations- wie auch Ertragsrisiken. Der von der Dresdner Bank vor kurzem gemeldete Gewinnrückgang, der unter anderem durch die Zahlung von Halteprämien an qualifizierte Mitarbeiter bedingt war, mag ein Beispiel hierfür sein.

V

Meine Damen und Herren, das moderne bankenaufsichtliche Regelwerk ist letztendlich ein Spiegelbild der Finanzgeschäfte. Deren Komplexität und Risikogehalt hat mit der zunehmenden Liberalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte deutlich zugenommen. Dem ist durch die Weiterentwicklung des bankenaufsichtlichen Regelwerkes Rechnung zu tragen. Diesbezüglich wird der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht Anfang des nächsten Jahres ein weiteres Konsultationspapier zur Neufassung des Eigenkapitalakkords von 1988 vorlegen.

Aus meiner Sicht war und ist es im Baseler Verhandlungsprozess immer sehr wichtig, dass die Strukturen unserer Bankenlandschaft

bei der Neufassung des Eigenkapitalakkords umfassend berücksichtigt werden. Das Ziel war nicht nur die Schaffung eines „level playing field“ auf internationaler Ebene, das vor allem für die „Big Player“ von Bedeutung ist. Nein, auch die Weichen für die Chancengleichheit innerhalb des deutschen Bankensektors mussten gestellt werden, denn die Baseler Empfehlungen werden über den Brüsseler Umweg letztlich zu EU-weit verbindlichem Recht und damit in den einzelnen Mitgliedsländern wettbewerbswirksam. Darüber hinaus war zu verhindern, dass aufgrund der neuen Regelungen kleine und mittlere Unternehmen im Hinblick auf seine Finanzierungskosten gegenüber den Großunternehmen benachteiligt wird. Ich bin davon überzeugt, dass uns die Berücksichtigung dieser Zielvorgaben nach jetzigem Verhandlungsstand kurz vor Beginn der zweiten Konsultationsrunde gelungen ist.

Betrachten wir im folgenden die sogenannten drei Säulen des neuen Baseler Regelwerkes (Basel II) im einzelnen. Die Festlegung von Mindestkapitalanforderungen bildet die erste Säule von Basel II. Zu deren Berechnung werden erstmals Ratingverfahren zur Klassifizierung der Schuldnerbonität angewandt. Ein besonderes Anliegen unsererseits war die neben externen Ratings gleichberechtigte und zeitgleiche Anerkennung bankinterner Ratingverfahren bei der Zuordnung einzelner Kredite zu vorgegebenen Bonitätsklassen. Darüber hinaus musste sicher gestellt werden, dass auch kleinere und mittlere Institute bei der Implementierung interner Ratingverfahren nicht vor unüberwindliche Hürden gestellt werden.

Mit der Vorbereitung des sogenannten „foundation approach“ ist unsere Forderung erfüllt. Jetzt kommt es darauf an, wie dieser konkret ausgestaltet sein wird. Sicher ist bisher, dass dieser vergleichsweise einfache Ansatz auf Ausfallwahrscheinlichkeiten der Kreditnehmer basieren wird. Gleichzeitig eröffnet der „foundation approach“ die Möglichkeit einer späteren sozusagen evolutischen Erweiterung der internen Ratingverfahren. Insgesamt setzen die neuen Baseler Regelungen Anreize an die Institute, ihre Systeme im Bereich der Risikoberechnung und –steuerung zu verbessern.

Schließlich erscheint es mir im Zusammenhang mit dem internen Rating wichtig, dass die großenmäßige Streuung eines Kreditportfolios angemessen berücksichtigt wird. Wir haben in Basel inzwischen erreicht, dass die risikoreduzierende großenmäßige Ausgewogenheit eines Portfolios im neuen Eigenkapitalakkord entlastend berücksichtigt wird. Die konzeptionellen Arbeiten zu diesem Thema laufen unter dem Stichwort „Granularität“.

Für kleine und mittlere Banken und Sparkassen ist darüber hinaus die im internen Rating vorgesehene Behandlung des Retail-Geschäfts von besonderer Bedeutung. Die Portfoliobetrachtung homogener Teilportfolios in diesem Bereich (z. B. Privatkundenkredite, Kredite an kleine Unternehmen) kann den Instituten das aufwendigere Einzelrating ersparen, da die Banken voraussichtlich nur die durchschnittlichen Verluste dieser Portfolios ermitteln müssen. Aus dieser Durchschnittsbetrachtung wird dann in

einem zweiten Schritt die Eigenkapitalunterlegung für das Portfolio abgeleitet.

Im gemeinsamen Dialog zwischen Bankenaufsicht und Banken sollte auch die zweite Säule des neuen Regelwerkes von Basel II, der sog. „Supervisory Review Process“ (SRP) den Schrecken des Neuen verlieren. Dieses aus der angelsächsischen Finanzwelt stammende Aufsichtskonzept wird für die Aufseher und Beaufsichtigten in Kontinentaleuropa ein erster Schritt zu einer mehr qualitativen Vor-Ort-Aufsicht sein. Dem sollten wir aufgeschlossen gegenüber stehen, ermöglicht doch dieses Konzept gerade im Hinblick auf die Strukturveränderungen auf Finanzmärkten und im Bankensektor einen unmittelbaren Einblick in die individuelle Risikolage einzelner Banken. Im Rahmen des SRP kann die Bankenaufsicht, soweit sie dies als notwendig erachtet, Maßnahmen zur Verbesserung der Risikolage einzelner Banken anregen bzw. einfordern. In der Aufsichtspraxis darf es dabei jedoch nicht zu einer Ungleichbehandlung von Instituten kommen. Andererseits müssen die Baseler Regelungen den nationalen Aufsichtsbehörden jedoch Spielräume gewähren, um die Besonderheiten der Bankensysteme in den einzelnen Ländern angemessen berücksichtigen zu können. Die nach dem jetzigen Verhandlungsstand vorgesehene Vorgabe von zentralen Eckpunkten für den SRP aus Basel trägt diesen Überlegungen ausreichend Rechnung.

Vervollständigt wird das Basel II - Regelwerk durch die dritte Säule, die neue Veröffentlichungspflichten für finanzmarktrelevante Daten beinhaltet. Zur Vermeidung zu umfangreicher zusätzlicher

„disclosure“-Anforderungen mit entsprechendem Arbeitsaufwand auf Seiten der Institute und der Aufsicht, wird der Umfang der zu veröffentlichten Daten auch nach dem Wesentlichkeitsprinzip bestimmt. Ich meine, in diesem Sinne ergeben sich Spielräume für einen geringeren Veröffentlichungsaufwand für die kleineren, nicht systemrelevanten Institute.

Insgesamt gehe ich davon aus, dass sich durch die verfeinerte Messung der Kreditrisiken sowie durch die vorgesehene umfassendere Berücksichtigung von kreditrisikoreduzierenden Techniken – also von Kreditsicherheiten und Garantien, aber auch von Kreditderivaten und Verbriefungen – die durchschnittlichen Eigenkapitalanforderungen vermindern werden. Dieser Entlastungseffekt würde für sich betrachtet dazu führen, dass der bisher implizit vorhandene Kapitalpuffer für die sog. „anderen Risiken“ nicht mehr zur Verfügung stehen würde. Hierbei handelt es sich in erster Linie um das Zinsänderungsrisiko des Anlagebuches und das operationelle Risiko, also z.B. Betriebs-, Rechts- und Reputationsrisiken.

Nach dem derzeitigen Diskussionsstand in Basel wird auf eine obligatorische Kapitalunterlegung des Zinsänderungsrisikos des Anlagebuches im Rahmen der ersten Säule verzichtet. Statt dessen ist eine Berücksichtigung im SRP vorgesehen.

Unter den Banken und der Aufsicht ist unstrittig, dass operationelle Risiken in nennenswertem Umfang bestehen. Dabei sind sich alle Beteiligten über die Schwierigkeiten der Erfassung dieser Risiken

bewusst. Deshalb sollte der intensive Dialog zwischen Aufsicht und Banken über die noch offenen Fragen fortgesetzt werden, wie z. B. zu einer praxisgerechten Definition des operationellen Risikos. Viele Banken, so scheint es, sind inzwischen auch der Meinung, dass es sinnvoller ist, das operationelle Risiko in Säule 1 zu behandeln statt im SRP. Diese Einstellung ist aus meiner Sicht sehr zu begrüßen.

Meine Damen und Herren, im Zusammenhang mit dem neuen Eigenkapitalakkord verkenne ich nicht die Problematik, dass die Umsetzung der neuen Regelungen, auch wenn einfachere Ansätze z. B. beim internen Rating gewählt werden können, vor allem für die kleineren und mittlere Institute zunächst eine Hürde darstellt, die zu überwinden zusätzlicher Anstrengungen bedarf. Gleichzeitig bin ich mir jedoch sicher, dass mit tatkräftiger Mithilfe der Verbände diese Aufgabe lösbar sein wird.

VI

Meine Damen und Herren, das Bestreben, den Kunden von Kreditinstituten sozusagen unter dem gleichen Dach auch andere Finanzdienstleistungen wie z. B. Versicherungen anzubieten, ist nicht neu. Bisher geschah dies jedoch z. B. im Rahmen von Verbundlösungen durch rechtlich selbständige Unternehmen. Inzwischen kennen wir Beispiele in anderen europäischen Ländern für die Bildung von Finanzkonglomeraten, die verschiedene Finanzdienstleistungen innerhalb des gleichen Unternehmens zusammenfassen, so beispielsweise die skandinavische Nordic Baltic Holding. Daran sollte sich die Frage anschließen, ob eine rein

isoliert durchgeführte Beaufsichtigung unterschiedlicher Bereiche innerhalb des Finanzwesens noch zeitgemäß ist oder ob wir vielmehr eine Allfinanzaufsicht brauchen.

Zunächst möchte ich festhalten: Die Aufsicht sollte aus meiner Sicht nicht die Märkte determinieren, sondern vielmehr den Marktentwicklungen folgen. Gemessen daran halte ich es daher für verfrüht, in Deutschland unter den heutigen Marktgegebenheiten eine Allfinanzaufsicht zu gründen. Gleichwohl ist es notwendig, aktuelle Tendenzen der Intensivierung der Verbindungen zwischen Kreditinstituten, Versicherungsunternehmen und Finanzdienstleistungsinstituten zu beobachten und bereits heute erste Ansätze von Allfinanzaktivitäten aufsichtlich zu begleiten. Mit der Gründung des „Forums für Finanzmarktaufsicht“ wurde hier der richtige Schritt zum richtigen Zeitpunkt getan. Das Forum umfasst die Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen, das Versicherungswesen und den Wertpapierhandel und die Deutsche Bundesbank. Innerhalb des Forums wird künftig die Aufsicht über die Finanzinstitute koordiniert und darüber hinaus die bestehenden Aufsichtskonzepte weiterentwickelt. Ich bin stets der Auffassung, dass es bezüglich der sektorübergreifenden Aufsicht besser ist, bestehende Institutionen im Bereich der Finanzaufsicht zu stärken und deren Zusammenarbeit auf eine feste Basis zu stellen, anstatt ganz neue Institutionen zu gründen. Die Konzeption des „Forums für Finanzmarktaufsicht“ folgt dieser Auffassung.

Die Diskussion um die Notwendigkeit einer zentralen europäischen Bankenaufsicht sollte m. E. vom gleichen Leitgedanken geprägt

sein. Denn wir haben bereits eine einwandfrei funktionierende Bankenaufsichtsstruktur in Europa, wie auch der in diesem Jahr vorgelegte Henk Brouwer-Report bestätigt hat. Denn die Bankenaufsicht hat längst eine eigene Internationalisierungsstrategie verfolgt, die auf den drei Säulen

- Harmonisierung der Regeln,
- nationale Aufsichtskompetenz,
- Kooperation und Koordination der Aufsichtsbehörden

beruht. Vor dem Hintergrund, dass grenzüberschreitende Strukturen im Bankensektor nach wie vor eher die Ausnahme denn die Regel sind, sollte statt der Gründung einer zentralen europäischen Bankenaufsicht eine weitere Intensivierung der Zusammenarbeit auf europäischer Ebene angestrebt werden. Insbesondere müsste aus meiner Sicht die noch bessere Abstimmung des bankenaufsichtlichen Regelwerkes und der Aufsichtspraktiken unser Ziel sein. Mit Rücksicht auf die noch sehr heterogenen Bankensysteme in Europa brauchen wir aber auch künftig noch nationale Spielräume bei der Bankenaufsicht. Die Anwendung vollständig identischer Regeln wäre m. E. zumindest augenblicklich nicht erstrebenswert.

Ich halte es für wichtig, dass gerade in unserem dezentralen Bankensystem auch künftig der enge Kontakt der Institute in der Fläche zu ihrer nationalen Bankenaufsicht erhalten bleibt. Aus der Ferne einer europäischen Institution wäre die Beurteilung nationaler

Besonderheiten des deutschen Bankensystems sicherlich schwieriger.

Ich möchte auch auf mögliche politische Schwierigkeiten hinweisen, die bei einer zentral durchgeführten Bankenaufsicht auftreten können. Wie müssten wir uns z. B. eine Situation vorstellen, in der eine nationale Bank von einer europäischen Behörde im äußersten Falle geschlossen werden müsste? In jedem Fall wäre die Europaaufsicht auf die Mitwirkung nationaler Behörden bei der Ausübung hoheitlichen Handelns angewiesen. Erst recht könnte eine notwendige Bankensanierung mittels der dann unvermeidlichen Verfügung über nationale Steuergelder für politischen Zündstoff sorgen. Eine wirksame und glaubwürdige Bankenaufsicht muss aber frei von politischen Handlungswängen sein.

Meine Damen und Herren, die zunehmende Europäisierung der Finanzmärkte und der Wunsch nach einer noch effizienteren Aufsichtsorganisation haben auch die Neuordnung der Organisation der Bankenaufsicht in Deutschland auf die Tagesordnung gebracht.

In den meisten Ländern im Euroraum sind die Notenbanken alleinige Träger der Bankenaufsicht und das nicht ohne Grund. Denn die Notenbanken bringen zwei wichtige Anforderungen an eine wirksame Bankenaufsicht bereits mit: Erstens haben sie als Geschäftspartner der Banken sozusagen das Ohr am Markt und können somit frühzeitig an bankenaufsichtlich relevante Informationen gelangen. Und zweitens sind sie ein integraler Bestandteil des Eurosystems, dies vereinfacht den Informationsfluß

zu den anderen nationalen Aufsichtsstellen in Europa aufgrund der gemeinsamen Einbindung in die Organisationsstrukturen des ESZB. Ich bin daher der Auffassung, dass eine unter dem Dach der Deutschen Bundesbank zusammengefasste Bankenaufsicht diese Vorzüge auch für die Bundesrepublik nutzbar machen kann. Dabei ist es sehr wichtig, die optimale Organisationsform zu wählen. Eine Anstaltslösung, welche die Bankenaufsichtsfunktion zu stark von den übrigen Aufgaben der Bundesbank abgrenzen würde, könnte die möglichen Effizienzgewinne nicht voll ausschöpfen. So würden unter anderem die personellen Ressourcen und die Expertise der Bundesbank nur unzureichend genutzt. Dies gilt insbesondere auch für die Ressourcen bei den Landeszentralbanken, die für die Durchführung des SRP dringend benötigt werden.

Meine Damen und Herren, auch die beste Organisationsform und das perfekteste Regelwerk der Bankenaufsicht sind alleine noch keine Garanten für ein stabiles Bankensystem. Dieses ist vielmehr letztendlich das Resultat der gemeinsamen Anstrengungen bei der täglichen Umsetzung der Regeln seitens der Kreditinstitute und der Bankenaufsicht. Beide Seiten müssen dazu ihren Beitrag leisten und sie haben das bisher mit großem Erfolg getan. Das Bekenntnis zu einem stabilen Bankensystem hat in Deutschland Tradition. Diese Tradition zu pflegen, sollte auch in Zeiten des Wandels weiterhin unser gemeinsames Anliegen sein.



Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Internationale Finanzmarktstabilität

im Lichte der Erfahrungen in Rußland und Osteuropa

Vortrag beim VI. Europa-Forum „Europa im 21. Jahrhundert“

der Herbert-Quandt-Stiftung

in Berlin

am 24./25. November 2000

I.

Jede Finanzmarktkrise, auch die in Rußland des Jahres 1998, hat ihre Besonderheiten. Zugleich gibt es immer auch Parallelen zu ähnlichen Entwicklungen an anderen Orten oder zu anderer Zeit. Zu den Gemeinsamkeiten gehört zu allererst, daß Krisen normalerweise überraschend auftreten. Nicht daß es keine Krisensymptome geben würde. Die werden in aller Klarheit aber oft erst im Nachhinein erkannt. Und dann wundert man sich, warum sie vorher so mißachtet worden sind.

II.

Im Falle Rußlands war es zuerst eine Krise der Staatsfinanzen, in Südostasien eine Krise der Finanzmärkte. Hauptgrund für die ausufernden öffentlichen Defizite in Rußland waren die nur spärlich fließenden Steuereinnahmen. Vor allem Großunternehmen verweigerten regelrecht das Steuerzahlen. Dem Staat gelang es auch durch drastische Maßnahmen nicht, diese Haltung aufzubrechen. Sogar die unter dem stellvertretenden Ministerpräsidenten Boris Fjodorov gebildete Spezialeinheit für Steuereintreibung erreichte nichts.

Zugleich lastete ein hoher Schuldendienst für eigene Rubel-Emissionen auf der Staatskasse. Für im Ausland aufgenommene Schulden kamen noch weitere Zahlungsverpflichtungen hinzu. Die Lage der öffentlichen Finanzen wurde immer schlechter. Im Sommer

Deutsche Bundesbank

1998 spitzten sich die Zahlungsbilanzprobleme zu. Schon hier hätte man die sich anbahnende Krise erkennen können.

Statt dessen lockten der hohe Realzins und der relativ feste Rubelkurs bis zuletzt Auslandskapital an. Dabei war doch offensichtlich, wie labil das Bankensystem war. Es fehlte eine wirksame Bankenaufsicht, und viele Banken waren deutlich unterkapitalisiert.

Als großer Exporteur von Rohöl und Gas wurde Rußland von den weltweit sinkenden Rohstoffpreisen stark betroffen. Daß dies krisenverstärkend wirken mußte, konnte eigentlich nicht überraschen.

Aber warum wurden die Krisensymptome nicht ernst genommen?

Zunächst einmal setzen die Investoren ganz selbstverständlich auf internationalen Beistand. Schließlich hatte es den in anderen Krisenfällen doch ebenfalls gegeben. Zudem wurde vermutet, Rußland werde auf jeden Fall seine Verpflichtungen erfüllen und dem Schuldendienst höchste Priorität geben. Auch die staatlichen Bekenntnisse zu einer stabilisierenden Wechselkurspolitik gegenüber dem US-Dollar wirkten beruhigend.

Für eine angemessene Einschätzung der damaligen Lage muß man sich auch noch die allgemeine weltwirtschaftliche Stimmung vor Augen führen. Man wollte Rußland einfach in einem günstigen Licht sehen. Die Asien-Krise war gerade im Abklingen, überall machte

sich Optimismus breit. Zudem hatte Rußland in der Vergangenheit immer gezahlt. Und das Gewinnstreben ist eine starke Triebkraft, die nüchternes Denken bisweilen ausschalten kann.

III.

Werfen wir kurz einen Blick auf die Folgen:

International kam es 1998 zu einer umfassenden Verschlechterung des Klimas an den weltweiten Finanzmärkten. Die Risikoprämien an den Anleihemärkten erhöhten sich. Das galt sowohl für Schwellenländer als auch für Industrieländer. Zudem wuchs die Gefahr, daß die russische Krise noch andere wichtige Finanzmärkte in ihren Sog ziehen könnte. Heute wissen wir: Glücklicherweise kam es dazu nicht.

In Rußland selbst waren die Hauptleidtragenden der Finanzmarktkrise letztendlich die russischen Bürger, die um ihre Bankeinlagen fürchten mußten und sie dann zum Teil auch verloren haben. Weite Teile der Bevölkerung mußten noch länger als sonst auf ihre Löhne und Renten warten. Der Vertrauensverlust in das russische Bankwesen wirkt dort noch heute nach.

Der Staat verschaffte sich eine Atempause für seine drängendsten Verpflichtungen. Für die Schulden gegenüber seinen eigenen Bürgern ordnete Rußland eine Streckung der Zahlungstermine an. Die Auslandsverpflichtungen wurden im Londoner und im Pariser Club auf Jahre hinaus neu strukturiert. Zugleich wurden die zu

Deutsche Bundesbank

zahlenden Zinsen deutlich ermäßigt. Ohne Zweifel wurden somit wichtige Weichen für die Sanierung der öffentlichen Finanzen Rußlands gestellt.

Doch der Ansehensverlust für den Staat war enorm. Er setzt sich in der einen oder anderen Form bis heute fort. Beispielsweise wirkt er sich in höheren Zinsen aus, die Rußland am internationalen Kapitalmarkt zahlen muß: Der Spread gegen langfristige US-Staatsanleihen ist deutlich höher als der, den asiatische und lateinamerikanische Länder aufbringen müssen.

Überaus fatale Folgen hatte die Krise allerdings für das russische Geschäftsbankensystem. Von den damals rund 1.800 russischen Banken wurde der weit überwiegende Teil finanziell ausgezehrt, d. h. das Eigenkapital ging verloren. Als Konsequenz ist normalerweise der Entzug der Bankenlizenz selbstverständlich. In Rußland konnte man sich in vielen Fällen aber nicht dazu entschließen. Auch die eigens zur Bankenrestrukturierung gegründete Behörde ARCO scheint kaum Erfolg zu haben. Ich sehe heute ganz besonders auf dem Feld der Bankenrestrukturierung dringenden Handlungsbedarf.

In den Strudel der Rußland-Krise gerieten auch einige osteuropäische Transformationsländer. Ganz besonders geschädigt wurden Länder, die traditionell sehr enge Wirtschaftsbeziehungen zu Rußland pflegten, z. B. die Ukraine und Weißrußland. Besser stellten sich Länder wie etwa die baltischen Staaten. Sie hatten sich schon in den Jahren zuvor stärker nach Westen orientiert. In

Deutsche Bundesbank

Ländern wie Polen und Ungarn waren die Erschütterungen nur vorübergehend zu spüren. Diese Länder hatten in der Vergangenheit eine besonders ausgeprägte Westorientierung gezeigt. Ihre Hinwendung zu Europa wird ganz besonders in ihrem Bestreben deutlich, der Europäischen Union möglichst bald beizutreten.

Zum Weg aus der russischen Krise trugen neben neutralen ökonomischen Mechanismen auch günstige weltwirtschaftliche Umstände bei: In erster Linie haben steigende Öl- und Gaspreise dem Staat zu beachtlichen Mehreinnahmen verholfen. Zugleich verteuerte der schwache Rubel importierte Konsumgüter. Deshalb fragten die Verbraucher plötzlich verstärkt Konsumgüter inländischer Produktion nach. Russische Firmen erhielten dadurch wieder Aufträge. In der Folge schwenkte die Wirtschaft endlich auf den lang ersehnten Wachstumspfad ein. Bis heute hat sie diesen Pfad nicht verlassen!

Man darf die psychologische Bedeutung der Entwicklung nicht unterschätzen: In einer höchst prekären Lage kam plötzlich das Vertrauen in die eigene Wirtschaft und damit in die eigene Leistungskraft zurück.

Ich möchte aber gleich hinzufügen: Die verbesserten Rahmenbedingungen dürfen nicht über die noch bestehenden Schwachstellen hinwegtäuschen. Der Reformbedarf in Rußland ist nach wie vor groß. Neben der schon erwähnten Restrukturierung des Bankensystems gibt es noch viele andere Felder,

beispielsweise die Reform des Rechtswesens und des Sozialsystems.

IV.

Das Bewußtsein für die Bedeutung der internationalen Finanzmarktstabilität ist durch die Finanzkrisen in Rußland und Osteuropa weiter geschärft worden. Das gilt für die Finanzmärkte selbst wie auch für internationale Organisationen und die politischen Verantwortungsträger.

Die internationalen Investoren haben begonnen, den unterschiedlichen Länderrisiken differenzierter Rechnung zu tragen. Im Zins-Spread zeigen sich heute Unterschiede zwischen Ländern und Regionen, wie es sie vor den jüngsten Krisen nicht gegeben hat. Während sich die Spreads für polnische und ungarischen Anleihen fast wieder auf das Niveau vor der Krise zurückgebildet haben, liegt der Spread für russische Anleihen immer noch deutlich höher.

Hier zeigt sich ein genauerer Blick für die individuellen Länderrisiken. Die Marktteilnehmer sind nicht mehr so leichtgläubig wie im Falle Rußlands. Das wirkt von innen stabilisierend auf die Finanzmärkte und ist somit sehr erwünscht.

Die Hauptlast bei der Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte lag in der Vergangenheit fast immer bei der öffentlichen Hand und den internationalen Organisationen, gefolgt vom privaten Bankensektor. Ich bin der Meinung, daß künftig auch

Privatanleger stärker zur Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte beitragen sollten. Die Einbindung von privaten Anleihe-Gläubigern in das Krisenmanagement ist nach wie vor unbefriedigend. Es sollte gelingen, künftig auch private Anleihe-Gläubiger in eine eigenverantwortliche Rolle zu bringen. Sie müssen damit rechnen, daß sie nicht länger vor den Folgen ihrer eigenen Entscheidungen geschützt werden.

Eine solche Strategie dürfte auch noch andere positive Auswirkungen haben: Das Schuldnerland wird dadurch zu einer stabilitätsorientierten Politik motiviert. Ansonsten könnte es schwer werden, Anleihen im Ausland unterzubringen. Insgesamt wird das ganze System auf eine gesündere Basis gestellt.

Es sind aber nicht nur die Märkte gefragt, sondern auch die Politik. Ein wichtiger Anstoß dazu kam 1998 von den G7-Ländern. Mittlerweile sind eine Reihe von Arbeitsgruppen gegründet worden, etwa das Financial Stability Forum und das Committee on the Global Financial System. Einige der Arbeitsfelder möchte ich erwähnen:

Der erste Schwerpunkt ist die Verbesserung der Transparenz der internationalen Wirtschaftsentwicklung und Wirtschaftspolitik. Die Transparenzforderung richtet sich sowohl an die Schuldner als auch an die Gläubiger. Die Kreditnehmer sollten der Öffentlichkeit weitgehenden Einblick in ihre finanziellen Verhältnisse gewähren. Vorbild könnten möglicherweise die Evidenzregelungen für Großkredite in Deutschland sein. Sie geben einen Überblick

Deutsche Bundesbank

darüber, in welchen finanziellen Größenordnungen Kredite gegeben und genommen worden sind. Dies müßte auch international möglich sein.

Eine solche Forderung erstreckt sich nicht nur auf Banken, sondern auch auf institutionelle Investoren. Über deren Engagements liegen gegenwärtig oft nur spärliche oder gar keine Informationen vor.

Öffentliche Stellen und internationale Institutionen könnten gleichfalls durch mehr Transparenz ihrer eigenen Politik zu einem besseren Funktionieren der Märkte beitragen.

Das zweite Aufgabenfeld ist die Stärkung der Krisenfestigkeit der nationalen Finanzsysteme. Hierbei geht es insbesondere um Fragen der Bankenaufsicht, der Einlagensicherung und um wirksame Abwehrmaßnahmen gegen Geldwäsche. Dazu werden internationale Standards diskutiert, an denen sich die einzelnen Länder ausrichten können. Gerade in Rußland und Osteuropa läßt die Bankenaufsicht oft zu wünschen übrig und die Einlagensicherung steckt noch in den Kinderschuhen.

Außerdem wird versucht, allen Marktteilnehmern eine Beurteilung von Schuldnerländern zu erleichtern. An Hand von Kennzahlen soll eine Art Frühwarnsystem aufgebaut werden. Allerdings stehen wir hier erst am Anfang. Auslöser von Finanzmarktkrisen ist meistens eine Mischung von gesamtwirtschaftlichen Fehlentwicklungen und psychologischen Faktoren. Dies in verlässliche quantitative Indikatoren umzusetzen sehe ich als eine besondere Herausforderung an.

Deutsche Bundesbank

Lassen Sie mich zum Abschluß ein russisches Sprichwort zitieren:

"Bevor man ein Mal abschneidet, sollte man sieben Mal nachmessen". Bezogen auf mein heutiges Thema könnte das bedeuten: Bevor man aus internationalen Finanzmarktkrisen Konsequenzen zieht, sollte man genau darüber nachdenken. Wir haben jetzt zwar nicht sieben Mal, aber trotzdem recht ausführlich nachgemessen. Wo setzen wir nun die Schere an?

Ich meine, wir sollten uns von dem Fatalismus lösen, daß internationale Finanzmarktkrisen ähnlich überraschend wie Naturkatastrophen sind. Die internationale Finanzmarktstabilität liegt im ureigenen Interesse aller beteiligten Länder. Krisensymptome dürfen nicht erst im Nachhinein erkannt werden. Der Weg dorthin ist aber steinig. Er führt über die Implementierung dringend notwendiger Wirtschafts- und Strukturreformen sowie über die Verbesserung der Transparenz hin zur Errichtung und Weiterentwicklung von Frühwarnsystemen. Die Erfahrungen in Rußland und Osteuropa können uns auf diesem Weg eine wichtige Hilfe sein.

* * *

Sendesperrfrist:
28. November 2000, 16:00 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke
Präsident
der Deutschen Bundesbank

Harte Währung - Vertrauensanker für neue Märkte

Rede bei der Ruhr-Universität Bochum
in Bochum
am Dienstag, 28. November 2000

I

Mehr Sicherheit als heute gab es zu keiner Zeit. Und wir leben in Deutschland gewiss in einem der sichersten Länder der Welt. Dennoch: Die Frage der Sicherheit stellt sich zu jeder Zeit und überall. Deshalb trifft das Thema der Ringvorlesung „Sicherheit – Grundproblem moderner Gesellschaften“ den Nerv unserer Zeit. Politische und technologische Umwälzungen sind die Herausforderungen unserer Tage.

Gerade die wirtschaftliche Existenz soll so gesichert sein, dass die unvermeidlichen Wechselfälle des Lebens diese nicht zerstören. Die Handwerkszünfte wahrten ganze Berufsstände. Sie schufen damit Arbeitsplatzsicherheit. Sozialversicherungssysteme entstanden und bilden noch heute die Grundlage für eigenverantwortliches wirtschaftliches Handeln des Einzelnen.

In den modernen Gesellschaften erreicht das Thema „Sicherheit“ eine neue Dimension. Der moderne Mensch ist in seinem Lebens- und Beziehungshorizont nicht nur auf seine unmittelbare Umgebung beschränkt. Die eigene wirtschaftliche Existenz wird tangiert durch Entwicklungen in Ländern, die man nur von der Landkarte kennt. Die technologische Entwicklung erhöht die Dynamik, die Gesellschaft wird schnelllebiger, die Komplexität nimmt zu. Das schafft neue Unsicherheiten.

Welche Sicherheit können die Gesellschaft und speziell die Geldpolitik unter diesen Voraussetzungen dem Einzelnen geben?

Vollständige wirtschaftliche Sicherheit kann eine Gesellschaft nicht leisten. Das Streben nach wirtschaftlicher Sicherheit richtet sich auf die Erhaltung der Einkommens- und Vermögensposition in der Zukunft. Da aber Zukunft ungewiss ist, sind Zukunft und Sicherheit unvereinbar. Absolute Sicherheit ist folglich nicht zu gewährleisten.

Gemeinsamkeiten verschiedener Sicherheitsbegriffe, die im Rahmen dieser Ringvorlesung gebraucht werden, sind deutlich. Wirtschaftliche Sicherheit resultiert aus der Ungewissheit zukünftiger Entwicklungen und ihren wirtschaftlichen Folgen. Damit daraus kein Defätismus wird, braucht der Mensch ein Grundvertrauen.

Doch vollständige wirtschaftliche Sicherheit soll eine Gesellschaft auch nicht leisten. Der einzelne Bürger ist primär selbst verantwortlich für seine Lebensgestaltung und Zukunftssicherung. In modernen Gesellschaften bieten sich dazu mehr Möglichkeiten als je zuvor. Für die Zukunftssicherung gilt das Subsidiaritätsprinzip: Die Verantwortung liegt zunächst beim Einzelnen, dann im Familienverband und erst danach im öffentlichen Raum - auf der jeweils kleinsten Ebene.

Die Aufgabe des Staates besteht darin, für eine stabile wirtschaftliche und gesellschaftliche Ordnung zu sorgen und systemische Sicherheit zu gewährleisten. Dadurch schafft er den Rahmen für eigenverantwortliches Handeln. Eine dieser Rahmenbedingungen ist die Sicherung der Währung durch die Geldpolitik.

II

Eine erfolgreiche Geldpolitik bildet die Grundlage für wirtschaftliche Sicherheit. Erfolgreich heißt, dass die Stabilität der Währung gesichert wird, also Preisstabilität herrscht. Preisstabilität ist das vorrangige Ziel der europäischen Geldpolitik. Preisstabilität sichert die Funktionsweise der Märkte und schützt vor Verlust von Geldvermögen. Sie ist eine Voraussetzung für Wachstum und Beschäftigung.

Auf der Basis stabilen Geldes lassen sich langfristig tragfähige Wirtschaftsbeziehungen begründen. Investitionsprojekte mit längerer Amortisationsdauer kommen zum Tragen. Der wirtschaftliche Zeithorizont verlängert sich. Stabiles Geld hält die gesellschaftliche Verteilungssituation frei von Verzerrungen. Inflationäre Entwicklungen bedeuten nämlich eine Umverteilung von Einkommen und Geldvermögen (Renten, Löhne, Gehälter sowie Sparbücher und Anleihen) zwischen den gesellschaftlichen Gruppen. Sozial Schwache, die sich weniger gut gegen Inflationsrisiken schützen können, sind dann besonders betroffen. Ein lähmender Verteilungsstreit kann entstehen und damit neue Unsicherheiten schaffen.

Auch der Staat und die Sozialversicherung brauchen stabiles Geld. Gegenwärtig debattieren wir die Reform unserer Rentenversicherung. Zwei Aspekte stehen im Vordergrund:

Erstens: Die private Vorsorge muss ausgebaut werden.

Zweitens: Die kapitalgedeckten Elemente der Altersvorsorge müssen gestärkt werden.

Beide Aspekte lassen sich nur verwirklichen, wenn Vertrauen in die Stabilität des Geldes gegeben ist.

Eine stabile und harte Währung verschafft einem Land ökonomisch und politisch weltweites Ansehen. Inländer wie Ausländer schenken einer stabilen Währung ihr Vertrauen. Das macht eine harte Währung zu einem Vertrauensanker.

III

Gerade die so genannte „New Economy“ benötigt einen Vertrauensanker.

Das Neue an der „New Economy“ sind nicht nur neue Produkte, Unternehmen und Berufsfelder. Die gehören natürlich zum wirtschaftlichen Wandel dazu. Die Gewichtung der Branchen und Sektoren ändert sich und wird dies weiter tun. Neu sind auch die makroökonomischen Deutungen der Begleiterscheinungen der „New Economy“. Der Begriff entstand aus der Unsicherheit über die Interpretation der wirtschaftlichen Entwicklung in den Vereinigten Staaten in den letzten Jahren.

Die Ökonomen wurden unsicher,

- weil die Phase wirtschaftlicher Expansion länger anhält,
- weil die Expansion stärker ausgeprägt ist,
- weil die Arbeitslosigkeit auf Werte gesunken ist, die seit 30 Jahren nicht mehr beobachtet wurden und
- weil die Inflationsrate trotz alledem nicht übermäßig angestiegen ist.

Diese Kombination positiver Aspekte stellt für alle Beteiligten eine neue Erfahrung dar. Die Zunft der Ökonomen geriet in Erklärungsnot. Wenn aber die Experten einer Zunft unsicher sind, müssen es die Laien und Betroffenen erst recht sein.

Doch plausible Erklärungen ließen nicht lange auf sich warten. Die Informations- und Kommunikationstechnologie wurde als die treibende Kraft der New Economy entdeckt. Praktisch heißt das: Die Durchdringung der Wirtschaft mit moderner Informations- und Kommunikationstechnik ermöglicht hohe Produktivitätsgewinne. Die Produktivität stieg in den USA deutlich schneller an als in den Jahrzehnten vorher. Zudem blieb die Inflationsrate auch bei hohem Wachstumstempo unter Kontrolle. Es entstand die Vorstellung eines „circulus virtuosus“, in dem sich der Konjunkturaufschwung selbst nährt, gleichsam selbst erneuert. Doch die aktuellen Daten wie auch der gesunde Menschenverstand sagen uns, dass auch hier kein „perpetuum mobile“ entstanden ist.

Das alles kann erst mit einem Abstand analysiert werden. Doch vom Eintreten eines Produktivitätssprunges bis zum Vorliegen entsprechender Daten in der geforderten Qualität dauert es einige Zeit. Während dieser Zeit befinden sich alle Akteure – Investoren, Unternehmer, Banker, Politiker und Notenbanker – in einer Situation erhöhter Unsicherheit.

Stabiles Geld bildet in dieser Lage einen wichtigen Vertrauensanker. Es signalisiert, dass die Zentralbank die Lage angemessen beurteilt und im Griff hat. Wenn eine Zentralbank früh und angemessen auf veränderte wirtschaftliche Strukturen reagiert, kann sie Vertrauen in die Stabilität des Systems schaffen. Sie kann die Inflationserwartungen beeinflussen und den Preisanstieg verhindern, bevor er begonnen hat. Und sie kann mit einer Geldpolitik der ruhigen Hand signalisieren, dass die Währung stabil ist.

IV

Vertrauen in die Geldpolitik resultiert zuallererst aus dem Stabilitätserfolg in der Vergangenheit, aus dem „Track Record“. Für die Europäische Zentralbank als neue Notenbank muss dieser „Track Record“ erst aufgebaut werden. Mit jedem Monat erfolgreichen Handelns gelingt dies zunehmend.

Vertrauen resultiert auch aus einer klaren und nachvollziehbaren geldpolitischen Strategie. Der EZB-Rat hat sich für eine Zwei-Säulen-Strategie entschieden. Die erste Säule ist die Analyse der Entwicklung der Geldmenge. Sie stützt sich empirisch auf den mittelfristigen Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Preissteigerung.

Für das Wachstum der Geldmenge M3 ist derzeit ein Referenzwert von 4 ½ Prozent festgesetzt, der mit Preisniveaustabilität vereinbar ist. Er ergibt sich aus der mittelfristigen Preisannahme, dem geschätzten Potentialwachstum, und der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Nimmt das Potentialwachstum zu oder verringert sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, kann die Geldmenge schneller wachsen, ohne die Preisstabilität zu gefährden. Über den Referenzwert für 2001 wird der EZB-Rat im Dezember diskutieren und beschließen.

Doch reicht diese eine Säule nicht aus, weil die Voraussetzungen einer reinen Geldmengenorientierung im Eurauraum nicht gegeben sind. Dies hängt mit der Währungsunion selbst zusammen, denn der Binnenmarkt und die Währungsunion bewirken strukturelle Veränderungen. Die makroökonomische Analyse des Eurauraumes steht vor Strukturbrüchen und verfügt in einigen grundlegenden Zusammenhängen noch nicht über hinreichend gesicherte Erkenntnisse. Hier besteht eine Situation der Unsicherheit, auf die angemessen reagiert werden muss.

Deshalb wird die geldpolitische Strategie durch eine zweite Säule ergänzt. Diese beinhaltet eine breit fundierte Beurteilung der Preisaussichten im Eurauraum. Sie stützt sich auf eine umfassende Palette von Indikatoren wie Löhne, Wechselkurs, Zinsstrukturkurve und Kapazitätsauslastung, sowie Branchen- und Verbraucherumfragen. Die zweite Säule ist komplementär zur ersten.

Beide Säulen bilden den Analyserahmen für alle monetären und realwirtschaftlichen Daten, die Einfluss auf geldpolitische Entscheidungen nehmen können.

Innerhalb der zweiten Säule werden konkrete gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen vom Geldpolitischen Ausschuss des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) erstellt. In diesem Ausschuss arbeiten die Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken zusammen. Ihre Projektionen gehen als Input in die Beratungen des EZB-Rates ein.

Der EZB-Rat hat sich am 16. November dieses Jahres für die Veröffentlichung dieser Vorausschätzungen als bedingte „Projektionen“ entschieden. Jeweils im Dezember und

Juni werden im Monatsbericht der EZB makroökonomische Projektionen für die nächsten zwei Jahre publiziert. Sie umfassen neben der Wachstumsrate des BIP sowie seiner wichtigsten Komponenten auch den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Projektionen können die Transparenz geldpolitischer Beschlüsse erhöhen. Sie müssen jedoch sorgfältig erläutert werden. Beispielsweise muss klar sein, dass die EZB-Projektionen auf der Annahme unveränderter Zinsen basieren. Ansonsten würden die geldpolitischen Entscheidungen im Voraus angekündigt.

Weiterhin sind die Annahmen über die Entwicklung exogener Größen offen zu legen. Die EZB-Projektionen werden unter der Annahme unveränderter Wechselkurse erstellt. Sie sind damit keine Prognosen im strengen Sinne. Bei Wechselkursänderungen wird die tatsächliche Entwicklung von den Projektionen deutlich abweichen. Um die inhärente Unsicherheit einer Projektion offen zu legen, wird es keine Punktprojektionen geben. Vielmehr werden Bereichsprojektionen erfolgen, deren Spannweiten sich nach den beobachteten Abweichungen vergangener Projektionen richten.

Die Veröffentlichung von Projektionen bedeutet keine Änderung der geldpolitischen Strategie. Dieses Missverständnis könnte auftreten, weil eine Veröffentlichung von Inflationsschätzungen eher zu einer Geldpolitik des „inflation targeting“ zu passen scheint. Die Projektionen waren und sind Teil der ökonomischen Analyse im Rahmen der zweiten Säule der Geldpolitik. Daneben gibt es weitere Inputs und vor allem noch die Analyse der ersten Säule der Geldpolitik.

Lassen Sie mich das Wichtigste festhalten: Der Gewinn an Transparenz durch die Projektionen darf den Entscheidungsspielraum des EZB-Rat und seine politische Unabhängigkeit nicht einschränken.

V

Die Veröffentlichung von Projektionen wird Teil der Kommunikationsstrategie der EZB.

Gelungene Kommunikation hat zumindest zwei Vorteile:

Erstens: Sie erhöht die Transparenz der Geldpolitik und trägt zur Rechenschaftslegung der Zentralbanken bei. Beides ist wichtig, um die Legitimität der Entscheidungen unabhängiger Notenbanken zu stärken.

Zweitens: Gelungene Kommunikation der Geldpolitik stärkt das Vertrauen, fördert die Stabilitätskultur eines Landes und ist somit ein Wert an sich.

Transparenz wächst aber nicht mit der Menge an Informationen, die der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt werden. In der heutigen Informations- und Kommunikationsgesellschaft dürfte unbestritten sein, dass eine Informationsflut nicht unbedingt die Klarheit erhöht. Die Komplexität der Welt erschließt sich nicht durch immer komplexere Modelle. Modelle müssen vereinfachen, so wie eine Landkarte nur ein vereinfachtes Abbild der Welt bietet. Eine Landkarte im Maßstab eins zu eins wäre dagegen unbrauchbar. Veröffentlichung von zusätzlichen Daten muss mehr Orientierung bieten.

Das ESZB erfüllt sehr hohe Ansprüche in der Kommunikation. Ihre Kommunikationsinstrumente stehen denen anderer Zentralbanken nicht nach. Im Gegenteil: im Hinblick auf den zeitlichen Aspekt sind sie zum Teil überlegen. Sitzungsprotokolle werden in den Vereinigten Staaten nach sechs bis acht Wochen veröffentlicht, Pressekonferenzen der EZB erfolgen dagegen direkt im Anschluss an die erste EZB-Rat-Sitzung eines Monats. Monatsberichte, Interviews und Reden sind weitere Kommunikationsmittel. Mitarbeiter der EZB und der nationalen Zentralbanken stehen in engem Kontakt zu Wissenschaft und Wirtschaft. Marktbeobachtung und Teilnahme an Konferenzen sind selbstverständlich.

Neben den offiziellen Publikationen geben auch zahlreiche wissenschaftliche Diskussionspapiere Einblicke in die Denkweise der Notenbanker. Anfang Oktober hat die Bundesbank mit der Gründung eines Forschungszentrums die Möglichkeiten für den Gedankenaustausch erweitert.

Die Herausforderungen einer europaweiten Kommunikation der Geldpolitik sind überaus anspruchsvoll. Eine europäische Öffentlichkeit entwickelt sich nämlich erst langsam. Die Medien als Intermediäre der Kommunikationspolitik arbeiten meist noch für nationale Märkte. Der politische Diskurs in den meisten Politikfeldern beschränkt sich zu oft auf nationale Teilnehmer, Themen und Sichtweisen. Natürlich bildet die Sprachvielfalt

Europas eine Barriere für die Kommunikation. Die Verwurzelung der Menschen in den nationalen und regionalen Kulturen gründet tief. Es gibt keine paneuropäische Identität.

Meine Damen und Herren: Ziele, Strategien, Transparenz – allein die akademisch theoretische Diskussion dieser Aspekte könnte Tage füllen. Der wichtigste Pfeiler des Vertrauens in die europäische Geldpolitik ist ihr Erfolg. Werfen wir also einen Blick auf die aktuelle Lage im Euroraum.

VI

Der EZB-Rat hat sein primäres geldpolitisches Ziel konkretisiert. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex soll die jahresdurchschnittliche Preissteigerung mittelfristig weniger als 2 Prozent betragen.

Dieses Ziel unterscheidet sich deutlich von so genannten Inflationszielen („inflation targets“). Inflationsziele werden üblicherweise von Regierungen für eine bestimmte Periode in der Zukunft gesetzt. Sie unterliegen damit politischen Einflüssen und sind situationsabhängig. Das primäre Ziel des EZB-Rates dagegen unterliegt diesen Einflüssen nicht.

Im vergangenen Jahr lag die Preissteigerungsrate bei 1,1 Prozent und damit deutlich unter dem mittelfristigen Preisstabilitätsziel in Höhe von 2 Prozent. Das erste Jahr der jungen Institution EZB war also sehr positiv. Zuletzt, im Oktober, überstieg die Preissteigerungsrate mit 2,7 Prozent deutlich ihren Zielwert. Ursache hierfür waren der drastische Anstieg der Ölpreise und der gesunkene Außenwert des Euro. Diese kurzfristigen externen Faktoren kann die Geldpolitik nicht verhindern. Die Kerninflationsrate liegt unverändert auf Stabilitätsniveau. Ziel der EZB in einem derartigen wirtschaftlichen Umfeld muss es sein, die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer niedrig zu halten.

Der EZB-Rat hat seit November des vergangenen Jahres in sieben Schritten den Leitzins um insgesamt 225 Basispunkte auf nun 4,75 Prozent angehoben, zuletzt am 5. Oktober dieses Jahres. Er hat damit aufkommenden Preisrisiken aufgrund der anziehenden

Konjunktur rechtzeitig die Basis genommen. Er reagiert nicht auf die aktuellen Preissteigerungen, sondern auf die erwarteten.

Die konjunkturellen Aussichten für den Euroraum sind weiterhin günstig. Sie sind eingebettet in ein weltweit positives Bild. Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im Sommerhalbjahr mit hohem Tempo fortgesetzt. Die Weltproduktion wird im Jahr 2001 mit über 4 Prozent weiter kräftig wachsen. Das Welthandelsvolumen dürfte um fast 8 Prozent zunehmen. Das positive Bild wird in den ölimportierenden Ländern durch einen Entzug an realer Kaufkraft aufgrund der gestiegenen Rohölpreise eingetrübt. Die Rohölpreise haben sich seit ihrem Tiefstand Anfang 1999 verdreifacht. Die negativen Auswirkungen dieser Verteuerung im Hinblick auf Inflation und Wachstum werden aber nicht so stark sein wie in den Ölkrisen der siebziger und achtziger Jahre. Zum einen sind die Verbraucherländer nicht mehr so stark vom Öl abhängig. Zum anderen ist das stabilitätspolitische Umfeld günstiger. Die Wachstumsperspektiven im Euroraum bleiben vor diesem Hintergrund gut.

Für das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum prognostizierte die Europäische Kommission ein Plus von 3,5 Prozent im Jahr 2000. Und auch für die beiden folgenden Jahre liegen die Prognosen über 3 Prozent. Für Deutschland sehen die Daten ebenfalls positiv aus. Durch die hohen Ölpreise ist etwas Sand in das Konjunkturgetriebe gekommen. Die Forschungsinstitute und der Sachverständigenrat weisen jedoch in ihren jüngsten Gutachten darauf hin, dass sich die Belastungen in Grenzen halten werden. Die Konstitution der deutschen Wirtschaft ist hinreichend robust. Stetig verbessert sich auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt. Die Zahl der Erwerbstätigen ist in Deutschland seit 1997 kräftig gestiegen. Die Arbeitslosigkeit konnte weiter abgebaut werden – in Deutschland und europaweit.

Die Europäische Zentralbank wird weiterhin eine stabilitätsorientierte Geldpolitik verfolgen. Eine am Ziel der Preisstabilität ausgerichtete Politik verringert Unsicherheiten für Investoren wie für Konsumenten und bildet so einen Vertrauensanker. Jedoch bedarf die Notenbank der Unterstützung anderer Politikbereiche. Während die Geldpolitik des EZB-Rats durch Lohnzurückhaltung unterstützt wird, zeigen die Haushaltspläne von EU-Mitgliedsländern zum Teil eine expansivere Tendenz. Für eine erfolgreiche Stabilitätspolitik ist es jedoch erforderlich, dass alle Akteure an einem Strang ziehen. Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ist fortzusetzen. Ebenso wichtig ist es,

Strukturreformen voranzutreiben. Nur so können die derzeit hohen Wachstumsraten des realen BIP und der Beschäftigungsaufbau beibehalten werden, ohne Inflationsdruck auszulösen.

Der jüngst von verschiedener Seite vorgebrachte Vorschlag, mit den Währungsreserven der Bundesbank die Bundesschuld zu tilgen, ist kein ganz neuer Vorschlag. Dabei muss man sich bewusst sein, dass eine einfache Übertragung der Reserven auf den Staat nicht möglich ist. Sie stünde im Widerspruch zum Maastrichter Vertrag, wonach Zentralbanken sich nicht an Staatsfinanzierung beteiligen dürfen. Letztlich kommt deshalb nur die Ausschüttung von Kursgewinnen aus Verkäufen von Reserven am Markt in Betracht.

Aber auch hier gibt es enge Grenzen. Die nationalen Zentralbanken im ESZB sind nicht frei, in beliebigem Umfang über ihre Währungsreserven zu verfügen. Sie sind vielmehr von der Zustimmung der EZB abhängig. Denn Käufe oder Verkäufe von Währungsreserven können die geldpolitische Linie unterlaufen. Des Weiteren gilt es zu bedenken, dass die Tilgung der Staatsschulden durch realisierte Kursgewinne eine Einmal-Maßnahme ist. Sie leistet keinen dauerhaften Beitrag zur Verbesserung der öffentlichen Haushalte. Der Wille zu weiteren Konsolidierungsanstrengungen könnte geschwächt werden. Im Übrigen ist auch daran zu erinnern, dass Währungsreserven Erträge bringen, die in den letzten Jahren über die Verzinsung am inländischen Markt hinausgingen. Durch den Verkauf der Währungsreserven würde auf diese Erträge verzichtet, die bislang im Wege der Gewinnausschüttung dem Bundeshaushalt zu Gute kommen.

Meine Damen und Herren, die Europäische Zentralbank als junge, supranationale Institution kann in ihrem kurzen Bestehen auf einen guten Track Record zurückblicken. Die Idee eines großen Wirtschaftsraumes, in dem es keine Wechselkursschwankungen gibt, war von Anfang an Kern des Europa-Gedankens. Entscheidend ist die innere Stabilität einer Währung. Diesen Gedanken muss die europäische Öffentlichkeit, die sich erst langsam entwickelt, verinnerlichen.

Das in einer Wirtschafts- und Währungsunion vereinte Europa bietet seinen Bürgern durch den größeren Wirtschaftsraum mehr Wachstumschancen, mehr Stabilität und nicht zuletzt auch mehr Sicherheit.

* * *

Sendesperrfrist:
4. Dezember 2000, 16:15 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Dr. Jürgen Stark
Vizepräsident
der Deutschen Bundesbank

**Die Auswirkungen von Finanzkrisen auf die deutschen und
internationalen Finanzmärkte**

Vortrag beim 15. Internationalen Zinsforum: Zinsen 2001
in Frankfurt am Main
am 4. Dezember 2000

I

Im Finanzgewerbe hat ein treffsicherer Blick in die Zukunft einen besonders hohen Stellenwert. Für diejenigen Marktakteure, die dabei richtig liegen, eröffnet sich ein erhebliches Gewinnpotenzial oder - nicht minder wichtig - Risiken können besser eingeschätzt werden. Deshalb werden Finanzmarktanalysen- und Prognosen viel beachtet und können auch die an den Märkten herrschende Stimmung nachhaltig beeinflussen.

Ich möchte mich jedoch nicht an den Prognosen zur Zinsentwicklung beteiligen. Vielmehr möchte ich mich dem Thema zuwenden, dass zur richtigen Einschätzung der Zukunft auch ein kritischer Rückblick in die Vergangenheit gehört. Wer die vergangene Entwicklung richtig analysiert, verbessert seine Prognosequalität. Damit soll nicht gesagt werden, dass sich vergangene Episoden notwendigerweise wiederholen. Nein, wichtig ist ein Blick zurück vor allem deshalb, weil die Lehren aus früheren Krisensituationen dazu beitragen können, künftige Fehlentwicklungen zu vermeiden oder zumindest abzumildern.

Meine Damen und Herren, die internationalen Finanzmärkte gelten heute als Paradebeispiel für die Globalisierung des Wirtschaftslebens schlechthin. Der freie Fluss von Kredit- und Anlagemittel leistet einen wichtigen Beitrag für eine effiziente internationale Kapitalallokation.

Mit der wachsenden Integration der Märkte geht auch ein engerer internationaler Zinsverbund einher. Der Einfluss des internationalen Kapitalverkehrs beschränkt sich nicht auf die Rentenmärkte. Im Zuge der kräftig gestiegenen grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen in Beteiligungstitel hat sich auch die internationale Korrelation der Aktienmärkte deutlich erhöht.

Das steigende Gewicht von grenzüberschreitenden Kapitaltransaktionen resultiert aus einer stärkeren internationalen Diversifikation der Portfolios privater Wirtschaftseinheiten. Dadurch sind globale Märkte, etwa für

internationale Bondemissionen oder Over the counter-Derivativgeschäfte entstanden.

Der Globalisierungstrend hat die Interdependenz der Finanzmärkte erhöht und diese anfälliger für Ansteckungseffekte gemacht. Verwerfungen an den Finanzmärken können bei einer abrupten Umkehr oder dem Versiegen von Kapitalströmen infolge von Änderungen der Marktstimmung und des Investorenverhaltens auftreten. Dies gilt sowohl in Bezug auf einzelne Länder und Regionen als auch zwischen verschiedenen Marktsegmenten. Dahinter steht oftmals eine Neubewertung von Risiken oder auch eine veränderte Risikobereitschaft internationaler Investoren.

Die in den letzten Jahren aufgetretenen Krisen im internationalen Finanzsystem stellen Belege für solche Ansteckungseffekte dar, wenngleich das Ausmaß differierte. Sie gehen in erster Linie auf Politikdefizite auf nationaler Ebene aber auch auf Schwachstellen im internationalen Finanzsystem zurück. Es ist daher nötig, auf diese Turbulenzen zurückzublicken, um beurteilen zu können, welche Konsequenzen aus den erkannten Fehlentwicklungen gezogen werden müssen.

Ich möchte nun zunächst am Beispiel der Asien- sowie der Russlandkrise in den Jahren 1997 und 1998 aufzeigen, welche Schwachpunkte und Fehlentwicklungen vorhanden waren. Anschließend möchte ich darauf eingehen, welche Lehren daraus zu ziehen sind und was davon schon verwirklicht wurde.

II Asien- u. Russlandkrise als jüngstes Beispiel

Den Ausgangspunkt der Analyse stellt die im Sommer 1997 einsetzende Krise in Asien dar. Dort hatten sich in einer Reihe südostasiatischer Länder hohe Leistungsbilanz-Ungleichgewichte aufgebaut. Diese wurden angesichts hoher Wachstumsraten und relativ niedriger Fiskaldefizite lange Zeit wenig beachtet.

Die heimischen Finanzinstitute konnten das übermäßige Kreditwachstum in diesen Ländern durch den Zustrom überwiegend kurzfristiger Mittel aus dem Ausland zunächst leicht finanzieren. Begünstigt wurde dies durch den stabilen Außenwert der asiatischen Währungen infolge der Wechselkursanbindung an den US-Dollar.

Im Frühjahr 1997 kam der thailändische Baht jedoch wiederholt unter Druck; sein Wechselkurs wurde Anfang Juli 1997 freigegeben. Dies setzte die Währungen der Nachbarländer Malaysia, Indonesien und Philippinen ebenfalls unter Abwertungsdruck, da diese Länder ähnliche wirtschaftliche Bedingungen aufwiesen. Zudem wurde die Anfälligkeit insbesondere des Finanzsektors in einigen asiatischen Ländern offenbar, weil sich der ohnehin große Umfang der Fremdwährungsverschuldung durch die Abwertungen weiter rapide erhöhte. Letztlich mussten auch hier die Wechselkursanbindungen aufgegeben werden.

In einer zweiten Welle griff die Asienkrise anschließend auf Taiwan und Hong Kong über. Angesichts der Abwertungen in wichtigen Konkurrenzländern hatten sie an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt.

Im weiteren Verlauf wurde auch der koreanische Won erfasst und die Krise in Indonesien vertieft. Erst Anfang 1998 gab es erste Anzeichen einer Stabilisierung in Thailand und Korea, nach der Ankündigung umfangreicher Reformen im Finanzsektor und nicht zuletzt nach Einbindung der privaten Gläubiger.

An den internationalen Finanzmärkten kam es im Zuge der Asienkrise zu einer abrupten Umkehr der Kapitalströme. Die asiatischen Länder verzeichneten drastische Netto-Kapitalabflüsse angesichts des Rückzugs privater Gläubiger aus Bankkrediten und Wertpapieranlagen. Die Aufschläge für internationale Anleihen von Emittenten aus der Krisenregion weiteten sich beträchtlich aus. Der Primärmarkt für solche Emissionen kam weitgehend zum Erliegen.

Die Auswirkungen der Krise in Asien auf die Finanzmärkte der westlichen Industrieländer blieben dagegen relativ begrenzt: An den Rentenmärkten waren in kleinerem Umfang Safe haven-Kapitalzuflüsse zu verzeichnen, die zu einem Renditenrückgang führten. Die Aktienmärkte gerieten angesichts der Eintrübung der weltweiten Wachstumsperspektiven lediglich zeitweise stärker unter Druck.

Deutlicher in Mitleidenschaft gezogen wurden jedoch die Schwellenländer aus anderen Regionen, zunächst in Lateinamerika und später insbesondere auch in Osteuropa. Hier war in erster Linie Russlands betroffen. Angesichts der verschlechterten Marktstimmung sahen sich diese Länder mit ungünstigeren Finanzierungskonditionen und steigenden Renditeaufschlägen an den internationalen Kapitalmärkten konfrontiert.

Mit der Russlandkrise, die ab Mai 1998 einsetzte und zu einem Schuldenmoratorium im August führte, erhöhte sich die Risikoaversion der Marktteilnehmer. Angesichts beträchtlicher Verluste einiger Investoren setzte eine Neubewertung insbesondere der Kreditrisiken an den internationalen Finanzmärkten ein.

Die Turbulenzen lösten nunmehr auch Reaktionen an den Finanzmärkten der Industrieländer aus. Umschichtungen der Portfolios hin zu sicheren und liquiden Anlagen waren die Folge. Von der globalen Flucht in die „sicheren Häfen“ profitierten insbesondere die Staatsanleihen der Benchmark-Emissenten, wie US-Treasuries und Bundesanleihen. Die Kreditspreads anderer Emissenten festverzinslicher Anleihen erhöhten sich dagegen.

Dieser Prozess wurde vertieft, als Anfang September 1998 hohe Verluste des Hedge Fonds Long-Term Capital Management (LTCM) bekannt wurden. Obwohl LTCM relativ rasch rekapitalisiert wurde, kam es zu einer massiven Auflösung von kreditfinanzierten Positionen. Das Deleveraging von Risikopositionen wurde begleitet von einer hohen Volatilität, weiter

zunehmenden Kreditspreads und einem Austrocknen der Liquidität in fast allen Marktsegmenten außerhalb der Benchmark-Staatsanleihen.

Am Devisenmarkt führte die Auflösung von Yen-Carry-Trades (d. h. die nicht kursgesicherte Finanzierung von Dollaranlagen durch Yen-Verkäufe) zu einer sprunghaften Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar. Schließlich führte die anhaltende Unsicherheit der Marktteilnehmer auch zu einem Austrocknen der Primärmarkte für Schuldtitel in den stark wertpapierorientierten Finanzsystemen wie den Vereinigten Staaten.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das internationale Finanzsystem während der Turbulenzen im Sommer und Herbst 1998 unter erheblicher Anspannung stand. Hohe Volatilität und Liquiditätsanspannungen beeinträchtigten die Preisbildung an den Finanzmärkten und erschwerten das Risikomanagement der Marktteilnehmer.

Die Anspannungen konzentrierten sich jedoch vor allem auf marktorientierte Finanzsysteme, wie den USA. Auf den deutschen Finanzmärkten hielten sich die Kriseneffekte demgegenüber vergleichsweise in Grenzen. Insbesondere waren keine erkennbaren Auswirkungen auf die Kreditverfügbarkeit festzustellen, was auf das stärkere Gewicht von Bankfinanzierungen im deutschen Finanzsystem zurückzuführen sein dürfte.

III Schwachpunkte, die die Finanzmarktkrisen begünstigt haben

Dieser kurze Abriss der jüngsten Finanzkrisen wirft auch Schlaglichter auf Fehlentwicklungen an den internationalen Finanzmärkten. Wichtig erscheint es mir deshalb, die aufgetretenen Schwachstellen des internationalen Finanzsystems hervorzuheben, die zur Entstehung und zur Ausbreitung der Krisen beigetragen haben. Vor diesem Hintergrund lassen sich dann die

Arbeiten internationaler Gremien an der Verbesserung der internationalen Finanzarchitektur besser einordnen.

Auf Seiten der asiatischen Schwellenländer trugen die Wechselkurssysteme mit einer engen Bindung an den US-Dollar wesentlich zur Entstehung und Tiefe der Krise bei. Durch die Wechselkursbindungen verschlechterte sich bereits seit Anfang 1995 die Wettbewerbsposition dieser asiatischen Länder. Zudem unterlief die Wechselkursbindung auch Bemühungen, die nationale Geldpolitik an den Erfordernissen der inländischen Stabilität auszurichten.

Bei einem relativ hohen inländischem Zinsniveau bestand in den betroffenen asiatischen Ländern sowohl für Finanzinstitute als auch für Unternehmen ein starker Anreiz zinsgünstige Fremdwährungsmittel aufzunehmen. Gerade angesichts der Wechselkursbindungen und der Illusion einer langanhaltenden relativen Stabilität der heimischen Währung gegenüber dem US-Dollar wurden dabei eingegangene Wechselkursrisiken vernachlässigt.

Erschwerend kam die Struktur der Fremdwährungsschulden hinzu. Ein Großteil der internationalen Bankkredite wies relativ kurze Laufzeiten oder kurze Zinsbindungen auf, was erhebliche Liquiditätsrisiken für den privaten Sektor der asiatischen Krisenländer nach sich zog. Die starke Abhängigkeit von kurzfristigen Fremdwährungsmitteln aus dem Ausland machte die gesamte Wirtschaft verwundbar für einen schnellen Umschwung der Kapitalströme im Falle einer Vertrauenskrise. Als belastend erwies sich auch das unzureichende Risikomanagement und eine unvorsichtige Kreditvergabepraxis der asiatischen Finanzinstitute.

Die daraus resultierende labile Verfassung der nationalen Finanzsysteme in Ostasien wurde von den Marktteilnehmern lange Zeit kaum richtig wahrgenommen. Hierzu trugen auch Mängel in der Finanzmarkt- und Bankenaufsicht in den asiatischen Schwellenländern bei.

Aber auch auf Seiten der internationalen Gläubiger wurden die bestehenden Risiken unterschätzt. Dabei spielte die trügerische, aber weit verbreitete Annahme eine Rolle, dass asiatische Banken bei ihrer Kreditaufnahme im Ausland über implizite Garantien ihrer Regierung bzw. sogar durch internationale Finanzinstitutionen verfügen würden. Die Erwartung bezüglich des Vorhandenseins eines Sicherheitsnetzes nährte sich auch aus den Erfahrungen der vorangegangenen Mexikokrise, bei der internationale Finanzinstitutionen zur Hilfe geeilt waren.

Neben solchen Moral Hazard-Effekten wurde die angemessene Risikobeurteilung der Kreditgeber zudem durch den Mangel ausreichender und verlässlicher Informationen über die Höhe der aufgebauten Risikopositionen beeinträchtigt. Ein „true and fair view“ des bestehenden Länderrisikos war auf dieser schmalen Datenbasis erheblich erschwert.

Schwachstellen im Risikomanagement traten auch während der Russland- und der LTCM-Krise zu Tage. Diese bezogen sich unter anderem auf das Zusammenspiel von Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken in extremen Markt-situationen. Dabei wurden die Annahmen herkömmlicher Risikomodelle in Frage gestellt und Lücken im Risikomanagement aufgedeckt.

Es wurde auch deutlich, dass gleichgerichtete Verhaltensweisen der Marktteilnehmer z.B. ein plötzlicher kollektiver „run to the exit“ infolge eines Stimmungs-umschwungs an den Märkten verstärkt im Risikokalkül der Institute Berücksichtigung finden müssen.

IV Maßnahmen zur Krisenprävention

Der Umstand, dass die jüngsten Finanzmarkt-Turbulenzen auch durch Schwachpunkte u. Fehlentwicklungen in der sog. Finanzmarkt-Architektur gefördert worden sind, war für den sog. „Offiziellen Sektor“, d. h. Regierungen,

Notenbanken und internationale Institutionen natürlich Anlass über entsprechende Reformen nachzudenken. Insbesondere der Internationale Währungsfonds hat schon früh an wichtigen Verbesserungen der sog. „Finanziellen Infrastruktur“ gearbeitet.

Die Reformvorschläge haben unter anderem zum Ziel, die Übersichtlichkeit des internationalen Finanzsystems, d.h. seine Transparenz, zu verbessern. Dies folgte aus der Erkenntnis, dass die Anfälligkeit der Märkte für drastische Schwankungen abnimmt, wenn die Akteure zeitnahe und zutreffende Informationen haben. Sie können sich dann ein besseres Bild über die globalen Liquiditätsströme und Statuszahlen wichtiger Marktteilnehmer bzw. Regionen machen.

Fortschritte wurden auch bei der Entwicklung internationaler Verhaltensregeln erzielt. Solche „Standards & Codes“ haben zum Ziel, die Stabilität der Finanzsysteme zu fördern, Voraussetzungen für ein „Good Governance“ und für die Finanzmärkte eine berechenbare Grundlage zu schaffen.

Als Beispiel hierfür möchte ich zum einen auf weiterentwickelte Veröffentlichungs-Standards hinweisen, und zwar insbesondere hinsichtlich der Währungsreserven und der Außenverschuldung. Damit sollen den Märkten umfassende und schnelle Informationen über wichtige Schwellenländer zur Verfügung stehen.

Von Bedeutung sind daneben auch die verschiedenen Standards im Bereich der Banken- Wertpapier- und Versicherungsaufsicht. Damit soll die Umsetzung international anerkannter Mindest-Prinzipien bei der Beaufsichtigung von Finanzinstituten gefördert werden.

Um sich anbahnende Krisen möglichst rechtzeitig zu erkennen, hat der IWF sein Instrumentarium zur Länderüberwachung deutlich ausgebaut. Die „Surveillance“ hat vor allem auch die Entwicklung der Finanzmärkte von

Schwellenländern im Blick. Um die Krisenanfälligkeit eines Finanzsystems richtig einschätzen zu können, spielt die schon erwähnte verbesserte Transparenz und die rechtzeitige Verfügbarkeit von Daten eine wichtige Rolle.

Eine Reihe von internationalen Institutionen, einschließlich des IWF arbeitet gegenwärtig daran, Frühwarn-Indikatoren zu entwickeln. Diese sollen die "Überwachungs-Ampeln" möglichst rechtzeitig aufleuchten lassen, falls sich die finanzielle Situation eines Landes zu verschlechtern droht. Solchen Early-warning Indikatoren kommt zwar eine erhebliche Bedeutung zu. Ob sich damit Krisen vermeiden lassen, muss sich erst noch zeigen. Schließlich müssen die vielfältigen Unsicherheiten berücksichtigt werden, die mit komplexen Prognosen verbunden sind.

Um die Zusammenarbeit der verschiedenen nationalen und internationalen Gremien, die sich mit der Stabilität der Finanzsysteme beschäftigen zu verbessern, wurde das Financial Stability Forum (auf Vorschlag des ehemaligen Bundesbankpräsident Hans Tietmeyer) gegründet. Das Forum bezieht neben den G7-Ländern auch andere wichtige Finanzplätze ein. Bislang worden dort Grundsatzfragen der Finanzmarkt-Architektur aufgegriffen. So hat sich das Forum mit den Auswirkungen der Hedge Fonds auf die Märkte, der Rolle der Offshore Zentren und den Auswirkungen von kurzfristigen Kapitalbewegungen befasst.

Besondere Aufmerksamkeit hat die Studie zu den Offshore-Zentren gefunden, weil solche Gebiete, die nicht zu einer internationalen Kooperation bereit waren, namentlich genannt wurden. Auch die potenziellen Risiken, die sich mit der zunehmenden Verbreitung von e-finance ergeben, rücken neuerdings ins Blickfeld des Forums.

Das Financial Stability Forum hat aber nicht zum Ziel, ein neues „Grand design“ der Finanzmarktordnung zu entwerfen. Dies wäre weder sachgerecht noch realistisch. Schließlich ist in der „internationalen Finanzarchitektur“ nicht alles

falsch, was über Jahrzehnte gewachsen ist. Das Forum dient vielmehr der Kooperation der verschiedenen mit Fragen der Finanzmarktstabilität befassten Notenbanken und Aufsichtsstellen und somit auch der Vermeidung von Reibungsverlusten. Es muss auch klar sein, dass eine verbesserte Aufsicht die Markakteure nicht von ihrer Verantwortung für eine verantwortungsvolle Geschäftspolitik entbinden kann.

Einen besonders wichtiges Kapitel auf der Liste der Verbesserung der sog. „Finanziellen Infrastruktur“ ist eine angemessene Beteiligung des privaten Sektors bei Krisenvorsorge und Krisenbewältigung. Als Lehre aus den zurückliegenden Finanzmarktkrisen hat sich herauskristallisiert, dass es wenig sinnvoll wäre, den IWF noch weiter zu einer omnipotenten finanziellen Krisenfeuerwehr auszubauen. Schon gar nicht sollte der IWF in die Rolle eines Lender of last resort hineinwachsen.

Vielmehr muss dafür gesorgt werden, dass der Privatsektor - d. h. die Inhaber von Schuldverschreibungen und Gläubiger von Krediten - im Krisenfall eigene substanzielle Lösungsbeiträge bringt. Damit können die marktwirtschaftlichen Kräfte bei Krisenvorbeugung und Krisenbewältigung gestärkt werden. Eine angemessene Einbeziehung des privaten Sektors im Krisenfall kann am besten dadurch erreicht werden, dass die Kreditvergabe des IWF begrenzt wird.

Dagegen würde eine Fortsetzung der Politik großer internationaler Finanzierungspakete Moral Hazard weiter begünstigen. Die Marktteilnehmer würden sich dadurch daran gewöhnen, dass Verluste aus Emerging-Markets-Engagements von internationalen Institutionen abgedeckt werden. Dadurch würde letztlich aber riskantes Marktverhalten durch öffentliche Mittel subventioniert werden, was die Stabilität der Märkte langfristig unterminieren würde. Und außerdem würden damit auch Finanzierungslasten provoziert, die den IWF überfordern.

Immerhin wird mittlerweile von nahezu allen Seiten anerkannt, dass der private Sektor in etwaige Krisenbewältigungen einbezogen werden sollte. Allerdings ist die Diskussion noch nicht am Ende.

Wichtig ist auch, dass Schuldnerländer im Krisenfall alles daran setzen, ko-operativen Lösungen mit den Gläubigern zu erreichen. Dies wird umso besser gelingen, je umfassender die Gläubigerseite über die wirtschaftliche Lage der Schuldnerländern informiert ist. Gute Investor-Relations können das Über-raschungsmoment von unerwarteten Verschlechterungen in der wirtschaftlichen Lage der Schuldnerländern verringern und so massiven Kapitalabzügen vorbeugen.

Meine Damen und Herren, Finanzsysteme können nur stabil seien, wenn die dort arbeitenden Banken und Finanzinstitute auf sicherer Basis stehen. Hierzu tragen unter anderem die von dem Basler Ausschuss entwickelten „Core Principles“ bei. Sie setzen weltweit gültige Mindestanforderungen an die Beauf-sichtigung von Banken. Zu diesen Grundsätzen gehören z.B. angemessene Regeln für die Zulassung von Banken, die Eigenkapitalausstattung der Institute, aber auch ausreichende Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsstellen. Die Grund-sätze haben weltweite Akzeptanz gefunden. Auch IWF und Weltbank beurteilen die Qualität der Banken- und Aufsichtssysteme in den einzelnen Ländern anhand dieser Basler Kriterien.

Ein wesentlicher Eckpfeiler für die Stabilität der Finanzinstitute und damit auch der Märkte ist eine ausreichende Eigenkapitalbasis. Hier gibt es seit langem international abgestimmte Regelungen, die von Zeit zur Zeit den gewandelten Verhältnissen angepasst werden müssen. So ist der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht zurzeit dabei, diese zentralen Aufsichtsnormen zu überarbeiten, was grundsätzliche Änderungen gegenüber der bisherigen Aufsichtspraxis mit einschließt. In Zukunft soll der eigenen Risikoeinschätzung der Banken einen wesentlich größeres Gewicht als bisher beigemessen werden. Die Banken

werden damit nicht nur ein Mehr an Verantwortung für ihre eigene Stabilität, sondern auch für die Stabilität des Finanzsystems insgesamt tragen.

Eine folgerichtige Ergänzung zu der gestiegenen Eigenverantwortung der Banken ist die zweite Säule des Reformenpakets, der sog. „Supervisory Review Process“. Hierbei geht es um die qualitative Beurteilung der Risikolage und der Funktionsfähigkeit des Risikomanagements einer Bank. Damit soll die Aufsicht näher am Geschehen in den Banken, ihren Geschäften und damit ihren Risiken sein.

Die dritte Teil der Baseler Reformvorschläge knüpft an den oben erwähnten Grundsatz der verstärkten Transparenz an. Ziel ist eine verbesserte Informationen über das Risikoprofil und die Kapitalstruktur und -Ausstattung der Marktteilnehmer. Dadurch wird die Entscheidungsgrundlage der Marktakteure verbessert.

Wichtige Beiträge zur Verbesserung der Stabilität der Finanzmärkte kommen auch von den Marktteilnehmern selbst. So beteiligt sich das Institut of International Finance schon seit langem an der Diskussion zur Verbesserung der Stabilität der Finanzmärkte in den Schwellenländern. Zudem bietet es seinen Mitgliedern mit aktuellen Daten und Informationen eine wichtige Hilfestellung für das bankinterne Risikomanagement.

Meine Damen und Herren, dass Kooperation der Aufsichtsstellen die angemessene Antwort auf den raschen Wandel der Banken und Finanzmärkte ist, gilt nicht nur für die internationale Ebene. Auch im nationalen Bereich ist es notwendig, dass die Aufsichtsstellen von Banken, Wertpapierfirmen und Versicherungen intensiv zusammenarbeiten. Zu diesem Zweck wurde Anfang November in Frankfurt das „Forum für Finanzmarktstabilität“ gegründet, das eine sektorübergreifende Zusammenarbeit der deutschen Finanzmarktaufseher erleichtern soll. Das Forum wird vor allem die Überwachung größerer Finanzfirmen koordinieren und Aufsichtskonzepte weiterentwickeln.

V Ausblick

Meine Damen und Herren, die mannigfaltigen Aktivitäten zur Stärkung des internationalen Finanzsystems zeigen, dass auf diesen Gebiet nicht nur geredet wird, sondern dass auch konkrete Verbesserungen in Angriff genommen worden sind. Natürlich würde man sich wünschen, dass das Reformtempo noch höher sein könnte. Allerdings sollte berücksichtigt werden, dass Reformen auch gründlich überdacht werden müssen, schließlich sollen sie künftigen Bewährungsproben möglichst lange standhalten.

Positiv ist vor allem zu werten, dass die Wirtschaftspolitik in vielen potenziellen Krisenländern stabilitätsorientierter ist als zuvor. Das Bewusstsein um die Gefahren von unrealistischen Wechselkursbindungen ist gestiegen. Durch das Vermeiden von Inflationspotenzial und durch verstärkte Fiskaldisziplin wird die Gefahr zyklischer Schwankungen herabgesetzt. Auch dürfte das Risikobewusstsein im privaten Sektor gewachsen sein. Die Anstrengungen für ein sachgerechtes Risikomanagement haben sich nachhaltig verstärkt.

Kritisch zu sehen ist allerdings, dass insbesondere in einigen Schwellenländern eine Reihe der notwendigen Reformen zur Stabilisierung der Finanzmärkte bislang nur in Ansätzen verwirklicht worden sind. Das heißt, die „Lessons to be learned“ sind noch längst nicht überall aufgearbeitet. Das gute globale Wachstumstempo und das vergleichsweise entspannte Finanzmarkt-Klima der vergangenen Zeit hat den Reformfeier offenbar offensichtlich gedämpft.

Meine Damen und Herren, Krisen wird es auch in Zukunft geben. Die Erfahrung zeigt, dass das "Zeitfenster" einer spannungsfreien Marktperiode oft nur begrenzt ist. Auch der IWF hat kürzlich auf seiner Herbsttagung auf einige der potenziellen Risikofaktoren hingewiesen, insbesondere auf die globalen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen, anhaltende Fehlentwicklungen der Wechselkurse sowie die Folgen des drastisch gestiegenen Ölpreises. Entsprechende Anpassungsreaktionen könnten nicht nur die Realwirtschaft,

sondern auch die Finanzmärkte deutlich belasten. Es spricht somit vieles dafür, die vorgeschlagenen Maßnahmen zur Verbesserungen der Finanzmarktstabilität zügig umzusetzen.

Zu den „Lessons“ aus vergangenen Krisen gehört auch, dass es wichtig ist, beide Säulen der Finanzintermediation, d.h. Kapitalmarktfinanzierung und Bankkredit zur Verfügung zu haben. Dadurch wird die Kreditversorgung auch dann gewährleistet, wenn ein Mechanismus ausfällt. Es wäre z. B. nicht ratsam, einseitig auf die Kapitalmarkt-Schiene zu setzen, auch wenn dies zeitweise effektiver und kostengünstiger zu sein scheint. Die Erfahrung hat nämlich gezeigt, dass der Markt für Unternehmensanleihen unter Stressbedingungen zeitweise stark angespannt sein oder gar austrocknen kann.

Meine Damen und Herren, die Finanzmärkte befinden sich heute mehr denn je in einem dynamischen Entwicklungsprozess. Unverändert geblieben ist jedoch die Aufgabe, die finanzielle Infrastruktur so stabil zu halten, dass sie auch stürmischen Zeiten gewachsen ist. Dies ist nicht nur eine Aufgabe des offiziellen Sektors. Vielmehr bedarf es einer engen Zusammenarbeit aller Beteiligten einschließlich der Marktakteure selbst.

Als Teil des ESZB-Notenbanksystems hat die Bundesbank ein vitales Interesse daran, dass der monetäre Transmissionsmechanismus voll funktionsfähig und krisenstabil ist und die geldpolitischen Impulse ohne Frictionen weitergeleitet werden. Die Bundesbank ist deshalb sehr an einer Nähe zu den Finanzmärkten und einem aktiven Dialog mit den Marktteilnehmern interessiert.

* * *

Sendesperrfrist:
12. Dezember 2000, 13:30 Uhr MEZ

Deutsche Bundesbank

Ernst Welteke

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Zwei Jahre europäische Geldpolitik – Rückschau und
Perspektiven**

**Vortrag vor dem American Chamber of Commerce
in Frankfurt
am Dienstag, 12. Dezember 2000**

I

Gerade nach den Erfahrungen des Gipfels von Nizza wird wieder die Bedeutung der Europäischen Währungsunion für die Integration Europas klar: Die Währungsunion ist der bislang größte Erfolg der Europäischen Idee. Die Geldpolitik ist der einzige Politikbereich, in dem wirklich europäisch entschieden wird. Die Europäische Geldpolitik trägt damit auch zur Integration der Europäischen Gemeinschaft bei. Der Gipfel zeigt das Ringen der Regierungen um eine Reform der EU. Diese ist notwendig, weil die anstehende Erweiterung schnellere und demokratischere Entscheidungsstrukturen verlangt. Ich glaube, dass auf dem Gipfel von Nizza Schritte in diese Richtung unternommen wurden. Sie werden auch in der jetzigen EU positiv wirken und das Gemeinschaftsverständnis stärken.

II

Seit zwei Jahren ist der Euro die gemeinsame Währung in den elf dem Euroraum angehörigen Ländern. Die Konvergenzkriterien Preisstabilität, solide öffentliche Haushalte, stabiler Wechselkurs und niedriger langfristiger Zinssatz waren die Richtschnur, an der die nationalen Regierungen gemessen wurden. Die Erfüllung der Kriterien entschied über den Beitritt zur Währungsunion. Dementsprechend groß waren die Anstrengungen der nationalen Regierungen, diese Kriterien zu erfüllen. Am aktuellen Beispiel Griechenlands, das ab dem 1. Januar 2001 dem Euro-Währungsgebiet angehören wird, lassen sich die Fortschritte nochmals demonstrieren. Kurz vor dem Eintritt in die Währungsunion am 1. Januar 2001 liegt die Inflationsrate in Griechenland bei rund 2 Prozent. Im Jahr 1990 betrug der Anstieg der Verbraucherpreise in Griechenland über 20 Prozent.

Für die Staaten, die dem Euroraum angehören, ist die Ausrichtung an soliden öffentlichen Finanzen auch heute ein Muss. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt verpflichtet sie zu strukturellem Ausgleich der öffentlichen Haushalte. Die Europäische Währungsintegration ist somit kein politischer Zustand, der an einem

einigen Zeitpunkt erreicht wird. Vielmehr sind ständig weitere Schritte im andauernden Integrationsprozess zu gehen. Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion ist Motor und treibende Kraft der Europäischen Integration.

III

Das Eurosystem kann auf zwei erfolgreiche Jahre zurückblicken. Die Einführung des Euro sowie die technische Umstellung wurden reibungslos bewältigt. Im Jahresdurchschnitt 1999 betrug die Preissteigerungsrate im Euroraum lediglich 1,1 Prozent und lag damit unter der mittelfristig tolerierbaren Rate von 2 Prozent. Im Vorfeld der Europäischen Währungsunion wurde aber gemutmaßt, dass erst ein externer Schock die wahre Belastungsprobe für die Europäische Zentralbank sein werde. Nun, dieser externe Schock ist eingetreten. Die kräftig steigenden Rohstoffpreise, insbesondere die drastisch gestiegenen Ölpreise, sind der Praxistest für das Eurosystem. Die Ölpreise haben sich seit Ende 1998 in Dollar gerechnet verdreifacht und bei Berücksichtigung der Wechselkursentwicklung fast vervierfacht.

Dieser externe Schock ist im Euroraum sowohl realwirtschaftlich als auch hinsichtlich der Preisentwicklung gut abgedeckt worden. Jedenfalls besser als in den Siebziger und frühen Achtziger Jahren. Drei Gründe lassen sich hier anführen:

- Erstens: Die großen Industrienationen sind nicht mehr in so starkem Maße von Energieimporte abhängig wie früher. Anfang der Achtziger Jahre betrug der Anteil an Energieimporte in Deutschland noch 25 Prozent der Gesamteinfuhr; heute sind es nur noch rund 6 Prozent.
- Zweitens: Der damalige Ölpreisanstieg fand in einem weniger preisstabilen Umfeld statt. Im Zuge der Währungsunion hat sich im Euroraum eine Stabilitätskultur herausgebildet. So sind beispielsweise Lohnindexierungen kaum noch zu finden. Durch den Verzicht auf

Lohnindexierungen gefährden die Löhne nun nicht mehr automatisch das Preisniveau.

Drittens: Die Güter- und Arbeitsmärkte sind in den Neunziger Jahren flexibler geworden. Preissenkungen für Telekommunikationsleistungen und Strom sowie der schärfere Wettbewerb im Einzelhandel haben einem stärkeren allgemeinen Preisauftrieb entgegengewirkt.

Die eigentliche Gefahr für die mittelfristige Stabilität im Innern liegt in höheren Inflationserwartungen der Marktteilnehmer. Es geht daher darum, Zweitrundeneffekten vorzubeugen.

Der EZB-Rat hat auf die verschärzte Lage angemessen reagiert. Seit November des letzten Jahres hat er in Reaktion auf steigende Preisrisiken die Notenbankzinsen im Euroraum in 7 Schritten um insgesamt 2,25 Basispunkte erhöht. Die letzte Erhöhung des Leitzinses auf 4,75 Prozent erfolgte im Oktober. Damit wollte der EZB-Rat verhindern, dass sich Inflationserwartungen verfestigen. Denn Preiserwartungen gehen als ein maßgeblicher Parameter in Tarifverträge ein. Daran gemessen sind die bisher abgeschlossenen Tarifverträge situationsgerecht. Die Laufzeit der Tarifverträge über zwei Jahre sorgt zudem für die Stabilisierung der Erwartungen. Das kommt insbesondere der Investitionskonjunktur zugute.

Im September lag die Preissteigerung im Euro-Gebiet bei 2,8 Prozent (Deutschland 2,4 Prozent im Oktober; 2,6 Prozent im September). Der EZB-Rat wird weiterhin die wirtschaftliche Lage genau beobachten mit dem Ziel, die Inflationsrate mittelfristig unter 2 Prozent zu halten. Nicht die Kerninflationsrate, die relativ stabil geblieben ist, auch in diesem Jahr, sondern der Harmonisierte Verbraucherpreisindex ist Richtschnur für den EZB-Rat. Unter den gegebenen Umständen halte ich die aktuellen Notenbankzinsen für angemessen.

IV

Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukt im Europäischen Währungsgebiet wird 2000 3,5 Prozent erreichen. In Deutschland haben wir das stärkste Wachstum seit 10 Jahren. Im Durchschnitt der Neunziger Jahre betrug das Wachstum lediglich 1,5 Prozent. Das Wachstum in Europa wird auch in den kommenden Jahren nach Einschätzung der Europäischen Union kräftig bleiben. Für 2001 rechnet die EU in der Euro-Zone mit einem BIP-Wachstum von 3,2 Prozent und für 2002 mit 3,0 Prozent. Die höhere Preistransparenz und der Wegfall der Wechselkursrisiken führen zu einem intensiveren Wettbewerb. Damit sind die europäischen Unternehmen auch für den globalen Wettbewerb besser gerüstet.

Eine Zeit lang schien es, als würde Europa in technischen Fortschritten den USA meilenweit hinterherhinken. Dieser Abstand hat sich verringert. Nicht nur realwirtschaftlich aufgrund wirtschaftlicher Tatsachen. Ein Teil des großen Vorsprungs könnte auch auf andere statistische Methoden zurückzuführen sein. Als Beispiel möchte ich die Investitionen in EDV-Güter nennen. Nach den amtlichen Statistiken sind die realen Ausgaben für EDV-Geräte in den USA von 1992 bis 1999 jährlich um rund 40 Prozent gestiegen. In Deutschland nahmen sie im gleichen Zeitraum lediglich um 6 Prozent zu. Diese hohe Diskrepanz ist zum Teil in den jeweiligen Methoden der Deflationierung begründet, die Qualitätsänderungen der EDV-Ausrüstungen in der Preismessung in unterschiedlicher Weise zu berücksichtigen.

Es spricht einiges dafür, dass diese traditionellen Methoden bei Gütern, die einem starken technischen Fortschritt unterliegen, an ihre Grenzen stoßen. Die qualitative Komponente wird unterschätzt. Jedenfalls ergibt sich nach der amerikanischen Methode für Deutschland nicht ein Anstieg der realen EDV-Ausrüstungen von 6 Prozent, sondern von rund 28 Prozent.

Nach zwei Jahren Europäischer Währungsunion kann in weiteren Politikbereichen Bilanz gezogen werden. Die Europäische Geldpolitik hat sich bewährt in einer Zeit, die so störungsfrei nicht war. Sie startete mit den belastenden Auswirkungen der

Finanzkrisen in Südostasien, Lateinamerika und im Sommer 1998 in Russland. Weltweite Rezessions- und Deflationsängste hielten bis zum Sommer 1999 an. Die Ölpreise stiegen. Der Euro wurde zunächst auf den Devisenmärkten hoch bewertet. Dass der Eurokurs sich lange Zeit tendenziell zurückbildete, hängt mit der langanhaltenden dynamischen Entwicklung in den USA zusammen. Jetzt, wo das Wachstum in den USA zurückgeht, ändert sich auch das Bild. Der Euro gewinnt jetzt an den Devisenmärkten allmählich jene Stärke, die seiner inneren Stabilität entspricht.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt ist günstig. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit setzte sich bis zuletzt fort. Die Zahl der Arbeitslosen im Euroraum ist von Januar 1999 bis August 2000 saisonbereinigt um circa 2 Millionen gesunken. In Deutschland ist die Zahl der Arbeitslosen im gleichen Zeitraum um rund 230.000 zurückgegangen. Wäre die Zahl der Arbeitslosen in Deutschland prozentual ebenso stark zurückgegangen wie im gesamten Euroraum, hätte sie um rund 700.000 sinken müssen. Parallel zum beträchtlichen Abbau der Arbeitslosigkeit hat die Beschäftigung im Euroraum kräftig zugenommen. Im zweiten Quartal 2000 erzielte der Euroraum den stärksten Beschäftigungszuwachs seit Beginn der Neunziger Jahre. Dies kann großteils auf die dynamische Konjunkturentwicklung zurückgeführt werden.

V

Der Euro begünstigt eindeutig die Integration der europäischen Finanzmärkte. Die Integration der Geldmärkte im Euroraum machte von Beginn an rasche Fortschritte. Geldpolitische Maßnahmen müssen im gesamten Euroland rasch und gleichmäßig in den Bankensektor durchwirken. Dies ist nach zwei Jahren Europäische Währungsunion der Fall. Der Interbankengeldmarkt ist voll integriert. Mit TARGET steht eine effiziente Zahlungsverkehrsinfrastruktur zur Verfügung. Und: Das Eurosysteem betreibt Geldpolitik mit einem breiten Kreis von Banken – nicht mit einem kleinen Klub.

Auch die Integration der Kapitalmärkte schreitet voran, wenn auch nicht mit derselben Geschwindigkeit. Ein homogener europäischer Renten- und Aktienmarkt ist noch nicht in Sicht. Die Börsen- und Abwicklungssysteme sind noch stark fragmentiert. Derzeit gibt es in Europa 30 nationale Börsen mit eigenem Clearing und Settlementeinrichtungen. Die engere Zusammenarbeit der nationalen Börsen, die Entwicklung neuer Plattformen für den elektronischen Handel sowohl an den Anleihe- als auch an den Aktienmärkten sind nennenswerte Entwicklungen im Euroraum.

Aber vieles ist hier in Bewegung. Der Markt für Unternehmensanleihen in Europa hat einen kräftigen Aufschwung genommen. Am Markt für Staatspapiere fanden Angleichungen in wichtigen Elementen wie Zinsmethoden, Laufzeitenfächer oder Emissionskalender statt. Die Aktie gewinnt an Bedeutung. Besonders dynamisch, wenn auch turbulent, sind die Entwicklungen am Neuen Markt. Die Erfolgsgeschichte Neuer Markt bedeutet auch eine Chance für innovative Unternehmer und neue Ideen. Die Entwicklung an den Finanzmärkten Europas geht in Richtung stärkerer Kapitalmarktorientierung. Die Integration der Finanzmärkte wird einen leichteren Zugang zu Venture Capital erlauben. Europa steht erst am Anfang einer „New Economy“.

Auch der Bankensektor sieht sich strukturellen Veränderungen gegenüber. Durch den Abbau von Wettbewerbsbeschränkungen zwischen den nationalen Märkten hat sich der Wettbewerb der Banken untereinander sowie mit anderen Finanzdienstleistern verstärkt. Technischer Fortschritt und die steigende Nachfrage nach anspruchsvollen Finanzdienstleistungen puschten Umstrukturierungen und Konsolidierungen im Bankensektor des Euroraumes. Die Konsolidierung der Bankenlandschaft in Euroland beschleunigte sich zuletzt. Die Zahl der monetären Finanzinstitute sank 1999 um fünf Prozent. Einmal mehr wirkte die Einführung des Euro als Katalysator. Die Geldpolitik muss die Entwicklungen im Auge behalten, da veränderte Bedingungen im Bankensektor die geldpolitischen Transmissionsmechanismen verändern könnten.

VI

Wichtige Impulse für das Wachstum im Euroraum kamen und kommen von der Strukturpolitik. Dazu gehören sowohl Maßnahmen zur Liberalisierung und Deregulierung einzelner Märkte und Branchen als auch die Bemühungen um einen schlanken und effizienten Staat.

Die Deregulierungsmaßnahmen z.B. im Bereich der Telekommunikation und der Stromversorgung führten in diesen Branchen zu starkem Wachstum und bremsten den gesamtwirtschaftlichen Preisanstieg. Der Telekommunikationsmarkt zeigt deutlich, wie stark sich ein erhöhter Wettbewerb auf die Verbraucherpreise auswirkt. Zwischen Dezember 1997 und Dezember 1999 ging die im Harmonisierten Verbraucherpreisindex enthaltene Komponente um gut sieben Prozent zurück. Die Liberalisierung im Energiesektor bleibt zwar hinter dieser Entwicklung zurück. Der Anfang ist aber auch gemacht. Die Strompreisunterschiede in Europa lassen weiteren Spielraum für Preissenkungen erkennen; in Deutschland begannen die Preise Ende 1999 zu fallen.

Die Bemühungen um einen schlanken und effizienten Staat greifen nicht nur bei den großen und spektakulären Staatsbetrieben: Bahn und Post. Bei diesen wurden Liberalisierungsmaßnahmen unter anderen durch das europäische Wettbewerbsrecht erzwungen. Dies gilt ähnlich für Betriebe der Elektrizitäts- und Wasserversorgung. In anderen Bereichen – etwa Hochschulen, Immobilienmanagement, Schul- und Kommunalverwaltungen – wird liberalisiert mit dem Ziel, Effizienzgewinne zu realisieren.

Doch politischer Fortschritt fällt schwer, wenn er mit Verzicht und Anpassung verbunden ist. Das zeigt einmal mehr der Gipfel von Nizza. Und das gilt auch für die Reform der Bundesbank unter den Vorzeichen des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB). Die Reform kann durchaus auch unter das Oberthema „Modernisierung von Politik und Gesellschaft“ gestellt werden.

Infolge der Europäischen Währungsunion ist die geldpolitische Entscheidungskompetenz vom Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank auf den Rat der Europäischen Zentralbank (EZB-Rat) übergegangen. Zugleich ist es zu einer weitreichenden Aufgabenverschiebung auf die europäische Ebene gekommen. Im ESZB sind neue Gremien und Strukturen entstanden, an die sich die Bundesbank anpassen muss. In 13 ESZB-Ausschüssen werden alle geld- und währungspolitischen Fragen zur Entscheidung im EZB-Rat vorbereitet. Hierbei geht es nicht nur um Geldpolitik, sondern auch um Banknoten, Zahlungsverkehr, Finanzmärkte, Bankenaufsicht und Informationstechnik, um nur einen Ausschnitt zu geben. Den Ausschüssen zugeordnet sind 52 Arbeits- und Projektgruppen im ESZB. Alle Gremien sind mit Mitarbeitern der Bundesbank-Zentrale besetzt. Die Bundesbank in Frankfurt ist die einzige deutsche Schnittstelle zum ESZB.

Die laufende Beratung des Präsidenten der Bundesbank erfolgt aus der Arbeit in den Ausschüssen heraus, und zwar durch die leitenden Mitarbeiter in der Bundesbank-Zentrale. Das hat zu einer markanten Aufgaben- und Kompetenzverlagerung von den Landeszentralbanken hin zur Bundesbank-Zentrale geführt. Diese Verlagerung ist unumkehrbar.

Ich will das ganz besonders herausstellen: Es ist nicht nur die geldpolitische Entscheidungskompetenz auf den EZB-Rat übergegangen, sondern auch die fachliche Zuständigkeit auf die ESZB-Gremien. In diese muss die Bundesbank ihr Gewicht einbringen, falls sie nicht den Anschluss verpassen will. Eine Renationalisierung oder gar eine regionale Aufsplinterung der Zuständigkeiten ist gänzlich ausgeschlossen.

Die Arbeit des ESZB ist der Schlüssel, um zu verstehen, worum es bei der Bundesbankreform wirklich geht: Die fünfzig Jahre alten Leitungsstrukturen passen nicht zum Aufgabenprofil, das uns vom ESZB vorgegeben ist. Wir brauchen ein zentrales und einheitliches Leitungsgremium mit Sitz in Frankfurt, das die jetzige Interessenspaltung aufhebt und allein nach sachlichen Gesichtspunkten über die Geschäftspolitik der Bank entscheidet. Die alten

Strukturen zusätzlich zu den neuen aufrecht zu erhalten, bedeutete eine enorme Verschwendug von öffentlichen Mitteln. Durch eine Reform, wie ich sie mir vorstelle, ließen sich jedes Jahr Kosten im dreistelligen Millionenbereich einsparen – und ich meine damit nicht 100 Millionen DM. Errechnet man den Barwert aller künftigen Einsparungen – wie dies in anderem Zusammenhang gelegentlich gemacht wird – so kommen leicht ein paar Milliarden zusammen.

Es kommt sicherlich nicht jeden Tag vor, dass der Präsident einer öffentlichen Institution für sein Haus Sparvorschläge macht und in der Politik so wenig Begeisterung auslöst.

VII

Meine Damen und Herren, ich habe in einem Schnelldurchgang einige Themen der letzten zwei Jahre Revue passieren lassen. Wir sehen, die Europäische Währungsunion hat wichtige Impulse für eine positive Entwicklung Europas gegeben. Was sind unsere Perspektiven?

Die ökonomischen Perspektiven können sich seriöserweise nur auf die mittlere Sicht beziehen. Unter dieser mittelfristigen Perspektive müssen aktuelle Entwicklungen gewertet werden. Nicht ohne Grund wurde auch die Zwei-Prozent-Marke der Preisstabilität als mittelfristig nicht zu überschreitender Wert definiert. Die Geldpolitik trägt dazu bei, dass die wirtschaftlichen Perspektiven für Europa günstig sind. Die Europäische Zentralbank wurde vertraglich auf das Ziel der Preisniveaustabilität festgelegt. Stabile Preise sind der beste Beitrag für ein inflationsfreies Wirtschaftswachstum und eine Zunahme der Beschäftigung. Die von den Forschungsinstituten veröffentlichten Daten bestätigen positive Aussichten für das Euro-Währungsgebiet.

Die Wachstumsraten zwischen den Vereinigten Staaten und Europa nähern sich derzeit einander an. Anzeichen sprechen für ein „Soft Landing“ der US-Wirtschaft. Für den Euroraum und die gesamte Weltwirtschaft ist zu hoffen, dass tatsächlich kein „Hard Landing“ daraus wird. Das Bild kann sich schnell wandeln. Noch vor

wenigen Wochen wurde seitens der FED darauf hingewiesen, dass die hohe Beschäftigungsrate und die Erhöhung der Energiepreise auch steigende Inflationserwartungen erzeugen könnte. In seiner letzten Rede Anfang dieses Monats signalisierte Alan Greenspan, dass das Hauptrisiko der US-Wirtschaft nicht mehr unbedingt steigende Inflationsgefahren seien. Vielmehr sei die US-Wirtschaft deutlich anfälliger für negative Schocks geworden.

Neben den tagesaktuellen Aufgaben stehen wir vor einem einmaligen Projekt: die Einführung des Euro-Bargeldes zu Beginn des Jahres 2002. Dies ist eine logistische und psychologische Herausforderung. Die Vorbereitungen bei den Notenbanken, den Geldtransporteuren und Wachmannschaften, den Banken und Sparkassen sowie in den Münzprägeanstalten und Druckereien laufen derzeit auf Hochtouren.

Meine Damen und Herren, es war ein Amerikaner, Benjamin Franklin, der bereits 1787 sagte:

„Nur durch den Zusammenschluss in einem einzigen großen Staat kann Europa seine Kriege und Wirtschaftskämpfe beenden, die es zu vernichten drohen.“

Europa hat seit 1787 noch viele Kriege und Revolutionen erleben müssen. Weder Europa noch die Europäische Idee wurden durch diese Kriege vernichtet. Im Gegenteil: Die Europäische Integration schreitet voran. Mit der einheitlichen Geldpolitik wurde ein Politikbereich vollständig europäisiert. Die positiven Aussichten für den Euroraum zeigen uns, dass wir auf dem richtigen Weg sind.

* * *