

Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

**Geldpolitik und Bankenaufsicht – Erfahrungen
aus den Finanzmarkturbulenzen**

in Düsseldorf

am 30. Januar 2008

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

1	Wirtschaftliche Lage	2
2	Finanzmarkturbulenzen	4
3	Bankenaufsicht und Geldpolitik	6
4	Bankenaufsichtstrukturen in Deutschland	9
5	Aufsichtstruktur in Europa	10
6	Neujahrsvorsätze.....	11

1 Wirtschaftliche Lage

Einen Monat ist es her, dass wir das Jahr 2008 mit Böllern und Raketen begrüßt haben. Für manche wurde der klare Blick auf den Sternenhimmel teilweise durch Pulverdampf und Nebelschwaden abgebrannter Böller und Raketen getrübt.

Der Blick auf die wirtschaftliche Zukunft dieses Jahres ist ähnlich:

Einerseits der klare Sternenhimmel guter Fundamentaldaten:

- Der IWF erwartet für das Welt-BIP ein Wachstum von 4,1 % , nach 4,9 % im Jahr 2007. Unsere Arbeitshypothese für den Euroraum ist ein Wachstum um 2 %, also auf oder leicht unterhalb des Produktionspotenzials. (Projektionen: 1 ½ bis 2 ½ %).
- Für Deutschland erwarten wir ein (kalender-monatliches) Wachstum von 1,9 %, somit noch oberhalb des Potenzials von ca. 1 ½ % und auch oberhalb der ähnlichen hohen Beschäftigungs-schwelle. Die Auftragsbücher sind überwiegend gefüllt, die Kapazitäten überdurchschnittlich ausgelastet, der ifo-Index lag etwas über den Erwartungen. Es besteht also durchaus Veranlassung zuversichtlich in die Zukunft zu schauen; es ist nicht so, dass „Pessimismus erste Bürgerpflicht“ wäre.

Andererseits gibt es die „Nebelschwaden und Wolkenfelder“: massive Börsenbewegungen, die Belastungen durch die Finanzmarkturbulenzen, Rückwirkungen der Wachstumsabschwächung in den USA, zunehmend auch die

Bremseffekte höherer Preise, vor allem bei Energie und Nahrungsmitteln, aber auch Dienstleistungen

Eine Schlüsselbedeutung hat hierbei die feste Verankerung der Stabilitätserwartungen. Für EZB und Bundesbank ist es zentral, dass es bei der Lohnrunde dieses Jahres nicht zu „Zweitrundeneffekten“, also einer beginnenden Preis-Lohn/Lohn-Preisspirale kommt, und über eine faire Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivitätsfortschritt hinaus nicht vorübergehende Preissteigerungen zur Grundlage dauerhafter Tariflohnerhöhungen gemacht werden. Auch für die Beschäftigten zählt letztlich der reale Einkommenszuwachs, nicht Nominallohnerhöhungen, die zu einem großen Teil durch Preissteigerungen wieder „aufgefressen“ werden.

Insgesamt gilt es die Vertrauensgrundlage für eine Verstetigung des Aufschwungs zu stärken. Es gilt den Reformprozess fortzusetzen, nicht die erreichten Reformschritte zu verwässern; Sachverständigenrat („das Erreichte nicht verspielen“) wie Bundesregierung im Jahreswirtschaftsbericht („Kurs halten“) haben dies deutlich gemacht. Deutschland hat in den letzten Jahren durch Lohnmoderation, durch höhere Preisstabilität, durch einen schmerzhaften Rationalisierungs- und Reformprozess einen Zuwachs an preislicher Wettbewerbsfähigkeit erzielt (gegenüber anderen Staaten des Eurosystems in Höhe von ca. 11 % gemessen am Deflator; gemessen an den Lohnstückkosten bis zu 15 %). Damit wurde nicht nur der Grundstein für den wirtschaftlichen Erfolg der letzten Jahre (2,9 % Wachstum in 2006, 2,5 % in 2007) gelegt, sondern vor allem auch dafür, dass dieses Wachstum beschäftigungsintensiver war als frühere Aufschwungperioden.

Deshalb ist auch das häufig vorgebrachte Argument, der Erfolg sei nicht in den „breiten Schichten“ der Bevölkerung angekommen nicht richtig:

- Wir haben heute ca. 1 Million Erwerbstätige mehr (respektive Arbeitslose weniger) als noch vor Jahresfrist – ergo 1 Millionen Menschen mehr, die Geld verdienen.
- Im Jahresdurchschnitt 2008 rechnen wir mit einem weitren Rückgang der Arbeitslosigkeit und einem weiteren Aufbau der Beschäftigung auf rund 40 Millionen Erwerbstätige (bei ca. 3,5 Mio. Arbeitslosen).

- Durch den Beschäftigungsaufbau konnten die Beiträge für die Arbeitslosenversicherung von 6,5 % (Ende 2005) auf heute 3,3 % nahezu halbiert werden konnten. Ein Haushalt mit einem Jahreseinkommen von 22.000 €¹ hat dadurch eine Entlastung von immerhin ca. 350 €.

2 Finanzmarkturbulenzen

Ein „externes“ Konjunkturrisiko sind die Finanzmarkturbulenzen, ausgelöst durch die US-subprime Krise.

- Die erste Welle erfasste im Sommer 2007 den Geldmarkt und führte zu einem zeitweisen Austrocknen der Märkte für commercial papers, insbesondere zur Finanzierung von ABS- und RMBS-Strukturen. Nach einer gewissen Beruhigung im Herbst (mit sinkenden spreads und steigenden Anschlussfinanzierungsquoten im CP-Markt) zeigten die Geldmärkte im November/Dezember wieder deutliche Zeichen von Anspannungen. Diese Spannungen haben sich nach dem Jahreswechsel deutlich zurückgebildet.
 - Die Zinssätze für unbesichertes Dreimonatsgeld schwankten von August bis November zwischen 4,4 und 4,7 %; sie stiegen dann im Dezember in der Spitze bis auf fast 4,9 % - bei unverändertem Leitzins der EZB von 4 %. Nach dem Jahreswechsel sind die Zinsen kontinuierlich gefallen auf aktuell 4,15 % (Stand: 23.01.).
 - Solche Bewegungen waren – wenn auch unterschiedlich in Stärke und Schwankungsintensität – über die komplette Fristenstruktur (1 Woche, 1 und 2 Monate, etc.) des Geldmarktes zu beobachten.
 - Es scheint sich insgesamt nach den Liquiditätsoperationen des Eurosystems die Entspannung am Geldmarkt fortzusetzen und die Chance zu bestehen, dass die Marktteilnehmer wieder mehr Vertrauen zueinander finden.

¹ Gemäß Einkommens- und Verbrauchsstichprobe hatte ein durchschnittlicher Haushalt in Deutschland im Jahr 2003 ein Bruttoeinkommen aus unselbstständiger Arbeit von 22.300 € pro Jahr. Quelle: Statistisches Bundesamt.

- Die zweite Welle ist seit den Bilanzen für das 3. Quartal in den Büchern der Kreditinstitute zu spüren. Viele Institute mussten und müssen die verbrieften Kredite oder die zu Ihrer Finanzierung emittierten Papiere auf ihre Bücher nehmen und stehen nun vor dem Problem der Bewertung dieser assets. Der Häusermarkt in den USA scheint noch keine „Bodenbildung“ erfahren zu haben. Der Kursrückgang vieler Indizes (z.B. ABX.HE BBB bei 17 %, iTraxx Europe bei über 82 BP nach durchschnittlich 20 BP in Q1/Q2 2007)² und der ihnen zugrunde liegenden Werte kann deshalb weiteren Abschreibungsbedarf auslösen. Viele Marktteilnehmer befürchten darüber hinaus ein „Überspringen“ der Turbulenzen auf andere Sektoren (bestimmte Konsumentenkredite wie Kreditkartenverbriefungen) oder Unternehmensgruppen – etwa die Spartenversicherer der „Monolines“ in den USA, die wiederum die Bonität/das Rating anderer Emittenten absichern (insbesondere „municipalities“).

Von der in den nächsten Wochen anstehenden Bekanntgabe testierter Jahresabschlüsse wird erwartet, dass sie weltweit jedenfalls zusätzliche „Problemtransparenz“ und somit eine wichtige Voraussetzung zur Aufarbeitung der Marktstörungen schaffen.

Da die fundamentalen Ursachen – die US-subprime-Krise – noch nicht ausgestanden ist, wäre es verfrüht, die Krise für „beendet zu erklären“. Insgesamt waren und sind die Turbulenzen eine ernste Belastungsprobe für das globale Finanzsystem.

Ein Risiko aus der US-Hypothekenkrise für das Wachstum in Deutschland und Europa besteht im Augenblick mehr in der Abschwächung der Konjunktur in den USA und ihren mittelbaren Auswirkungen als in einer Einschränkung der Kreditvergabebereitschaft in Deutschland selbst. Zwar haben die Kreditstandards nach über dreijähriger Lockerung zuletzt generell etwas angezogen, im Euroraum stärker als in Deutschland. Eine risikogerechte Spreizung der Margen ist nunmehr leichter durchsetzbar als in der Vergangenheit. Fühlbare Einschränkungen der Kreditvergabe sind aber überwiegend bei großvolumigen und marktbasierter Finanzierung zu beobachten, nicht in der Masse der

² Stand: 22. Januar 2008

Mittelstands- oder Wohnungsbaukredite. Hierzu trägt auch die diversifizierte Struktur der deutschen Kreditwirtschaft bei.

3 Bankenaufsicht und Geldpolitik

Die Liste der aus der US-Hypothekenkrise zu ziehenden Erfahrungen und Lehren ist mittlerweile lang. Sie reicht von der

- Verbesserung der Risikosteuerung und des Risikomanagements der Kreditinstitute über die
- Transparenz und Urteilsbildung der Ratingagenturen
- die Anreizstrukturen im Verbriefungsprozess (insbesondere beim originate to distribute-Modell) bis zur
- grundsätzlichen Bestätigung und – in einigen Punkten – Weiterentwicklung und Präzisierung des regulatorischen Rahmenwerks („Basel II“).

Nicht die geringste Erfahrung der zurückliegenden Monate ist eine stärkere „Rückkehr zu alten Tugenden“ der Finanzierung:

- sorgfältige Prüfung der Bonität
- vorsichtige Bewertung
- Bedeutung langfristiger Finanzierung zu überschaubaren (also fixen) Konditionen.

Eine weitere wichtige Erfahrung ist im Thema meines Vortrags besonders angesprochen:

Der Wert der Einbindung der Notenbanken in die Bankenaufsicht. Der Nutzen allgemeiner aus der Bankaufsicht gewonnener Informationen für die Geldpolitik und umgekehrt der Kenntnisse aus der operativen Geldpolitik für die Bankenaufsicht sind insbesondere bei der Zuspitzung der Situation auf dem Geldmarkt deutlich geworden.

In früheren Jahren wurde oft auf einen theoretisch möglichen Interessenkonflikt zwischen Bankenaufsicht und Geldpolitik verwiesen. Die Notenbanken könnten versucht sein, ihr Primärziel der Preisstabilität zu vernachlässigen, um die

Solvenz einzelner Kreditinstitute zu schonen. Im Grunde ist dieses Bedenken ein „Spezialfall“ des bekannten, aber durch Wiederholung nicht an Überzeugung gewinnenden Arguments, der Stabilitätsauftrag einer Notenbank stehe im Widerspruch zu den Wachstumsmöglichkeiten eines Landes. In vielen empirischen Untersuchungen wurde diese Position mittlerweile entkräftet.³

Umgekehrt ist – unabhängig vom Niveau der Leitzinsen und ihrer Rolle für die Erwartungsbildung der Märkte – die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts eine wichtige Voraussetzung für den geldpolitischen Transmissionsprozess und damit die Wirksamkeit der Stabilitätspolitik.

Die Symbiose zwischen Bankenaufsicht und Geldpolitik hat der Sachverständigenrat in seinem aktuellen Gutachten (Tz. 217ff) konstatiert. Ganz neu ist diese ökonomische Erkenntnis jedoch nicht; bereits im Jahr 1962 hat das Bundesverfassungsgericht in einem Grundsatzurteil festgestellt, dass ein Tätigwerden der Bundesbank im Rahmen der Geldpolitik „gar nicht denkbar wäre, ohne dass sich die Bundesbank laufend Informationen über den Stand der Kreditwirtschaft im allgemeinen und jeweiligen Status einzelner Institute verschafft“⁴.

- Die Notenbanken haben aus ihrem Refinanzierungsgeschäft (z. B. den Blick auf den Pfandpool der Institute), aus ihrer Beteiligung im Zahlungsverkehr und aus ihrer Marktnähe (z.B. Devisen- und Eigenhandel) Informationsvorteile gegenüber einer isoliert arbeitenden Aufsicht. Diese Informationen kann sie bei der Krisenbekämpfung und als lender of the last resort einsetzen.
- Als lender of last resort sollten sie aber nur tätig werden, wenn sich Liquiditätsschwierigkeiten des Finanzsektors oder einzelner Institute zeigen, nicht bei Solvenzproblemen von Kreditinstituten. Die Notenbanken müssen deshalb umfassend über Liquidität und Solvenz der Institute informiert sein. Da die Notenbanken des Euroraums nach dem EG-Vertrag (Art. 105 Abs. 4) auch eine eigenständige Rolle zur

³ Z.B. Literaturüberblick von Small, M.M., The Cost of Inflation, South African Reserve Bank, Quarterly Bulletin, 09/1998, S. 43

⁴ BVerfGE 14, 197, 217.

Beobachtung und Wahrung der Finanzstabilität haben und über die Situation am Geldmarkt unmittelbar informiert sind, können sie zudem mögliche Dominoeffekte an den Finanzmärkten besser einschätzen als dies bei einer „einspurigen“ Aufsichtsstruktur der Fall ist.

- Die Informationsbündelung war gerade in den letzten Monaten sehr hilfreich. „Diagnose und Therapie“ lagen nahe beieinander. Nachdem die Finanzmarktstörungen Ende Juli manifest geworden waren, hat das Eurosystem bereits am 9. August mit liquiditätszuführenden Operationen begonnen und somit wesentlich früher als andere Notenbanken, bei denen die Probleme einzelner Institute zu deutlich größerer öffentlicher Aufmerksamkeit führten.

Das Eurosystem hat aber bei seinen liquiditätspolitischen Maßnahmen (Schnelltender, Refinanzierungsgeschäfte) stets darauf geachtet, dass – um das Bild der Feuerwehr zu benutzen – das „Löschwasser nicht mehr Schaden anrichtet als das Feuer selbst“. Die operativen liquiditätspolitischen Maßnahmen haben sämtlich einen kurzen Zeithorizont und lassen sich in ihrer Wirkung genau dosieren. Die monetären Bedingungen insgesamt haben sich nicht gelockert. Der EZB-Rat hat sehr deutlich gemacht, rechtzeitig und wenn nötig auch vorsorglich („pre emptive“) zu handeln, um etwa sich anbahnenden Zweitrundeneffekten oder einem Anstieg der Inflationserwartungen entgegen zu treten.

Beim Gesamtbild ist auch zu berücksichtigen, dass die monetäre Säule seit längerer Zeit auf steigenden Preisdruck hinweist (Wachstum der Geldmenge M3 zuletzt mit zweistelligen Raten), auch wenn bei der Interpretation die Auswirkungen der flachen Zinsstrukturkurve und mögliche Effekte der Finanzmarkturbulenzen auf die Geldhaltung zu berücksichtigen sind. Parallel dazu hat sich das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen im Eurosystem auf über 14 % beschleunigt*.

*)

	Q 4/03		11/07	Beide zusammen
Private HH	6,4	→	6,2) von 6 % (Q 4/03) auf
Nichfinanzielle Kapitalges.	3,5	→	14,4) 12 % (11/07)

4 Bankenaufsichtstrukturen in Deutschland

Hat das Krisenmanagement gezeigt, dass die Einbindung der Notenbank in die Bankenaufsicht vorteilhaft ist, so mit Blick auf Effizienz und Kosten doch die Frage nach der konkreten Ausgestaltung der Aufsichtsstruktur gestellt werden.

In meinen Augen hat sich das deutsche zweispurige Aufsichtsmodell im Grundsatz bewährt: Der Informationsfluss und –austausch war gut; die Entscheidungswege kurz und schnell. Wichtige Weichenstellungen konnten auch am Wochenende oder in Nachtsitzungen getroffen werden. Das internationale Netzwerk der Notenbanken konnte wichtige Erkenntnisse und Erfahrungen im Bereich der Finanzstabilität beisteuern.

Allerdings ist der in einem Gutachten des DIW für die Bundesregierung deutlich gewordene Wunsch der Kreditwirtschaft berechtigt, die Rollenverteilung innerhalb der beiden Aufsichtsinstitutionen klarer abzugrenzen, Überschneidungen zu beseitigen und dadurch die Effizienz der Aufsicht insgesamt zu erhöhen. BaFin und Bundesbank arbeiten deshalb entsprechend einem Wunsch des BMF an einer neuen Aufsichtsrichtlinie.

Für uns steht dabei im Vordergrund, die gesetzliche Aufgabenzuweisung nach § 7 KWG auch in die Praxis umzusetzen. Demnach ist die BaFin zuständig für die aufsichtsrechtlichen Akte, die Bundesbank für die „laufende Überwachung“ der Kreditinstitute.

- (Im Detail: Durchführung der bankgeschäftlichen Prüfungen sowie der routinemäßig geplanten Aufsichtsgespräche, mit denen sich manche aufsichtlichen Fragen schneller und kostengünstiger lösen lassen als durch eine aufwendige „Vollprüfung“, die für die Institute naturgemäß eine größere Belastung darstellt. Auswertung und Entgegennahme von Anzeigen und Meldungen, von Jahresabschlussunterlagen; Erstellung der Risikoprofile etc).

Das Gesetz sieht einen derart überschneidungsfreien Aufgabenzuschnitt eigentlich vor; entscheidend ist nun, dies auch in der Praxis durch klare ex ante-

Regeln umzusetzen; dies erhöht die Leistungsfähigkeit und Reaktionsfähigkeit des Aufsichtssystems und verbessert die Krisenprävention.

Österreich, das eine ähnliche Aufsichtsstruktur besitzt wie Deutschland, hat aus den Erfahrungen der letzten Monate bereits Konsequenzen gezogen und die Rolle der Notenbank bei bankgeschäftlichen Prüfungen deutlich gestärkt.

5 Aufsichtstruktur in Europa

Im Zusammenhang mit den Finanzmarktstörungen wird auch die Forderung nach einer zentralen europäischen Bankenaufsicht erhoben, etwa in Form einer europäischen Agentur (Agency) mit Entscheidungs- und Normsetzungsbefugnis. Eine zusätzliche europäische Bürokratie, die naturgemäß auf die bestehenden, recht unterschiedlichen Aufsichtsstrukturen „aufgesetzt“ werden müsste, würde aber die Reaktionsfähigkeit der Aufsicht eher verschlechtern als verbessern. Gerade in Krisensituationen zählt Flexibilität und Schnelligkeit der Reaktion, ist ein überschaubarer Kreis von Beteiligten – auch im Hinblick auf mögliche Pressereaktionen – von Vorteil. Von der Masse der regional oder national tätigen Institute wäre eine europäische Bürokratie zu weit entfernt; bei großen, international tätigen Institutionen griffe andererseits ein rein europäischer Ansatz wiederum zu kurz.

In der breiten Öffentlichkeit ist offensichtlich der in den letzten Jahren erreichte Grad an europäischer Zusammenarbeit in der Bankenaufsicht nicht bekannt:

- Z.B. gemeinsame Komitees (CEBS, BSC) für die Grundsatzarbeit. Im operativen Bereich stellen colleges of supervisors für grenzüberschreitende Bankenzusammenschlüsse ein engmaschiges Netz europäischer und weltweiter Kooperation der Aufsichtsinstitutionen dar. Die Informationskanäle sind in bi- und multilateralen Memoranda of understanding klar definiert.
- Daneben ist in der Bankenrichtlinie ein „consolidated supervisor“, in einzelnen Fällen als „lead supervisor“ vorgesehen (Art. 129, 131 Bankenrichtlinie), so für die Entscheidung über bankinterne Rating-

verfahren.

Diese flexible und dezentral arbeitende Netzwerkarchitektur gilt es zu nutzen und weiter zu entwickeln.

- Ansatzpunkt einer Weiterentwicklung könnte z. B. die Anregung des Sachverständigenrats sein, die bisherigen nationalen Kreditregister („Millionenevidenz“) zu einem Netzwerk „Euroevidenz“ weiter zu entwickeln und so mehr über mögliche Konzentrationsrisiken zu erfahren. Der „nukleus“ hierfür existiert bereits beim Banking Supervisory Committee des ESZB. Der bisherige Kreis von sieben Teilnehmerstaaten ist kein „closed shop“ und steht für weitere Teilnehmerländer offen. Hierbei sollten allerdings die Bürokratiekosten gegenüber dem in Deutschland eingespielten Verfahren – etwa was Melderhythmus, Meldegrenzen und Aufsichtspraktiken angeht – nicht erhöht werden.

6 Neujahrsvorsätze

Nach einer US-Studie⁵ fasst jeder zweite Erwachsene Neujahrsvorsätze. Innerhalb des folgenden halben Jahres wirft bereits die Hälfte davon das Handtuch. Vorsatztreu nach zwei Jahren ist nur noch jeder Fünfte.

Mit Blick auf die Finanzmarkturbulenzen, ihre Ursachen und die Schlussfolgerungen daraus wäre es gut, wenn das kollektive Gedächtnis der Finanzwelt dauerhafter und nachhaltiger wäre.

Ihnen persönlich wünsche ich für das neue Jahr viel Erfolg und Gesundheit.

* * *

⁵ Studie von John Norcross, University Scanton, Texas USA.