

Claudia M. Buch

Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank

Sylvie Goulard

Vizegouverneurin der Banque de France

Die Zukunft des Euroraums aus Perspektive der Notenbanken

Beitrag anlässlich der Paneldiskussion zum Thema
„The Future of the Euro Zone“ bei der gemeinsamen Konferenz
„Monetary Policy Challenges“ der Banque de France und der
Deutschen Bundesbank

Paris, 21. Juni 2018

Knapp 20 Jahre sind seit der Einführung des Euro vergangen. Der Euro ist ein wichtiges Element des EU-Binnenmarkts. Die internationale Arbeitsteilung ist eine wichtige Triebfeder von Wachstum und Wohlstand; Europa ist der größte zusammenhängende Wirtschaftsraum der Welt. Ein wichtiger Teil des deutschen und französischen Außenhandels geht in andere europäische Länder. Nicht nur die Realwirtschaft, auch die Finanzmärkte und die Zahlungssysteme sind international eng miteinander verflochten.

Aktuell werden diese Errungenschaften sowie die jeweiligen Rollen der nationalen Regierungen und der europäischen Ebene für die Zukunft Europas diskutiert. Die Reformen der vergangenen 10 Jahre haben Schwachstellen behoben. Aber der Prozess einer Erneuerung europäischer Institutionen ist noch nicht abgeschlossen.

Gleichzeitig haben die geopolitischen Spannungen zugenommen. Multilaterale Vereinbarungen und die weltwirtschaftliche Integration werden offen in Frage gestellt. All dies hat nicht zuletzt wirtschaftliche Folgen. Es kann die Versuchung entstehen, Maßnahmen zu ergreifen, die zur Fragmentierung des Binnenmarkts und der Märkte für Finanzdienstleistungen führen.

Diese Rahmenbedingungen erfordern eine gemeinsame europäische Antwort. Daher ist es wichtig, in Europa einen konstruktiven, vorurteilsfreien Dialog zu führen und konkrete Lösungen zu suchen. Notenbanken können mit ihren Analysen zu genau diesem Dialog beitragen, ihn informieren und so den Einfluss von „fake news“ begrenzen.

Da die Banque de France und die Deutsche Bundesbank im Eurosystem in vielfacher Weise kooperieren, möchten wir im Folgenden eine gemeinsame Perspektive einnehmen, die folgende Elemente umfasst: die Reformen, die im Euroraum erreicht worden sind, nicht kleinzureden, aus den Erfahrungen zu lernen, und einen Dialog über die Zukunft des Euroraums zu führen.

1 Das Erreichte nicht kleinreden

Angesichts der vielen offenen Fragen und möglichen Risiken, die derzeit diskutiert werden, kann schnell der Eindruck entstehen, seit der letzten Krise sei wenig passiert, Fehlentwicklungen seien nicht erkannt worden. Das Gegenteil ist der Fall. Grundlegende Schwachstellen im Finanzsystem wurden identifiziert, ebenso wie institutionelle Lücken in der Währungsunion. Der Diskurs über weitere Schritte sollte daher mit einer Bestandsaufnahme des bisher Erreichten beginnen, um noch bestehenden Reformbedarf zu identifizieren.

Die Krise hat gezeigt, dass wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und Verschuldung im Einklang stehen müssen. Das gilt sowohl für die private als auch für die öffentliche Verschuldung. Und: kein Land, kein Finanzsektor ist vor Fehlentwicklungen gefeit. In einem so stark integrierten Wirtschafts- und Währungsraum wie der Eurozone wirken sich solche Fehlentwicklungen unmittelbar auf andere Länder aus.

Aus der Finanzkrise sind daher wichtige Lehren gezogen worden.

Im fiskalischen Bereich wurden nach der Krise strikere Defizit- und Verschuldungsregeln verabschiedet (die Regelwerke des „Six-Packs“ und „Two-Packs“ sowie der Fiskalvertrag). Die Europäische Kommission wurde beauftragt, die makroökonomischen Ungleichgewichte, die zur Übertragung von Fehlentwicklungen zwischen Ländern führen können, genau zu prüfen.

Die (europäische) Aufsicht über Banken, Versicherungen und Finanzmärkte wurde gestärkt. Es wurden zunächst europäische Aufsichtsbehörden gegründet und ein einheitliches Regelwerk („Single Rulebook“) zur Harmonisierung des europäischen Bankenaufsichtsrechts verabschiedet. Damit wurden strengere internationale Regelwerke für Banken umgesetzt. In einer zweiten Stufe wurde im Jahr 2014 die Bankenunion mit dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) und einem Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM) eingeführt. Die Umsetzung der europäischen Bankenunion ist ein wesentlicher Schritt hin zu einer einheitlichen Aufsicht über Risiken im Bankensystem – und damit gleichzeitig einer Verlagerung von Kompetenzen von der nationalen auf die europäische Ebene.

Neben diesen Reformen der traditionellen (Banken-)Aufsicht wurde die makroprudenzielle Politik als neues Politikfeld geschaffen. Ihr Fokus ist nicht die einzelne Bank, sondern die Funktionsweise des Finanzsystems insgesamt. Krisen sollen sich nicht auf das gesamte Finanzsystem und letztlich auf die Realwirtschaft auswirken. Die Sicherung der Finanzstabilität ist ein nationales Mandat. Aufgrund der engen Verflechtung der europäischen Finanzmärkte findet aber eine enge Koordinierung innerhalb Europas statt.

Bereits jetzt werden erste Erfahrungen mit makroprudenziellen Maßnahmen gemacht. Als Beispiel sind die aktuellen französischen Maßnahmen zu Großkrediten und zum antizyklischen Kapitalpuffer zu nennen.¹

Aber auch die besten Regelwerke können Krisen nicht ganz verhindern. Daher wurde ein Rahmen für Krisensituationen geschaffen – der Europäische Stabilisierungsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM). Mechanismen für den Umgang mit insolventen Banken wurden etabliert. Beides gab es vor der Krise nicht, daher musste über die Verteilung der entstandenen Lasten oft ad hoc entschieden werden. Auf nationaler und europäischer Ebene wurden mit dem Single Resolution Board und nationalen Behörden Institutionen geschaffen, deren Aufgabe die strukturierte Abwicklung notleidender Banken ist.

Diese Reformen haben in erheblichem Maße dazu beigetragen, zukünftige Fehlentwicklungen zu vermeiden und den institutionellen Rahmen der Finanzmärkte krisenfester zu machen. Aber: Zum Teil sind die Reformen noch nicht abgeschlossen oder noch nicht vollständig implementiert; „Tests“ vieler neuer Regeln und Institutionen stehen noch aus. Daher müssen wir aus den Erfahrungen lernen und etwaige Schwachstellen beheben.

2 Aus Erfahrungen lernen

Eine unabhängige Geldpolitik ist auf stabile und krisenresistente Finanzmärkte angewiesen. Umso wichtiger ist es, Reformen mit Blick auf die Stabilität der Finanzmärkte strukturiert zu evaluieren und zu verhindern, dass sinnvolle Reformen zurückgenommen werden.² Eine solche Gefahr besteht, weil Erfolge oft zu wenig sichtbar sind oder wenn Nebenwirkungen auftreten. Wie in vielen anderen Bereichen sind auch bei Reformen der

Finanzmärkte die Kosten für die Betroffenen oft schneller sichtbar als die Wohlfahrtsge-
winne für die Gesellschaft insgesamt.

Höhere Berichtskosten oder höhere Finanzierungskosten sind beispielsweise leichter und
schneller zu messen als eine geringere Wahrscheinlichkeit zukünftiger Krisen und den
damit gesunkenen Kosten für die Steuerzahler. Ein weiteres Beispiel sind negative Vertei-
lungseffekte von Reformen. Aus Sicht von Anreizwirkungen ist die Beteiligung von Gläu-
bigern an Verlusten sinnvoll – wie aber sollte die Politik reagieren, wenn von einem „Bail-
in“ auch kleine, nicht gut informierte Anleger betroffen sind? Es bedarf intelligenter politi-
scher Lösungen, um mit negativen Verteilungswirkungen von Reformen umzugehen.

Eine strukturierte Evaluierung von Reformen kann Antworten auf diese Fragen geben.
Evaluierungen haben das Ziel, Nutzen und Kosten abzuwägen und – wenn nötig – Ele-
mente der neuen Regeln und des neuen institutionellen Rahmens zu verbessern. Eine
solche Evaluierung sollte die sozialen Kosten und Nutzen von Reformen in den Vorder-
grund stellen, und die „Wirkung“ von Reformen möglichst gut ursächlich bestimmen.

Ein konkretes Beispiel, wie wir aus Erfahrungen lernen können, ist der Umgang mit
dem Bail-in. Im Gegensatz zur öffentlichen Debatte wurden die neuen Regeln beim Um-
gang mit den ersten konkreten Fällen eingehalten. Anteilseigner sowie zum Teil auch
nachrangige Gläubiger wurden an Verlusten beteiligt („Bail-in“).³ Hierbei haben sich aber
auch Schwachstellen in Form von Inkonsistenzen zwischen nationalem und europäi-
schem Insolvenzrecht für Banken gezeigt; Entscheidungen dauerten oft zu lang.

Und die Erfahrungen zeigen, dass glaubwürdige Mechanismen zur Restrukturierung
und Abwicklung von Banken einen öffentlichen Backstop benötigen. Ansonsten besteht
die Gefahr, dass eigentlich nötige Maßnahmen verzögert werden oder Druck entsteht, Ri-
siken von der Geldpolitik aufzufangen. Die Ausgestaltung eines öffentlichen Backstops ist
dabei naturgemäß nicht einfach. Denn wann immer öffentliche Mittel im Spiel sind, be-
steht auch die Gefahr, dass den öffentlichen Haushalten zu hohe Lasten auferlegt wer-
den.

Ein weiteres Beispiel für Lernprozesse sind die Maßnahmen zur Vermeidung von Geldwäsche. Gemäß dem Prinzip der Subsidiarität wurden diese zunächst in die Verantwortung der Mitgliedstaaten gelegt. Strukturen, die Geldwäsche begünstigen, machen allerdings nicht an nationalen Grenzen Halt. Daher hat die Europäische Kommission im Rahmen der Bekämpfung der Geldwäsche ihre Richtlinien verschärft und die Zusammenarbeit nationaler Institutionen gestärkt. Die Verteilung der Kompetenzen zwischen den Staaten und der europäischen Ebene (SSM / EZB) sollte daher verbessert werden.

Reformen zu evaluieren bedeutet dabei nicht nur, bestehende und kürzlich beschlossene Maßnahmen zu beurteilen, sondern auch noch existierende Lücken und Schwachstellen zu identifizieren. Die Evaluierung muss berücksichtigen, dass sich die Rahmenbedingungen auf den Märkten ändern. Globale Risiken, Änderungen im Außenhandel und neue Technologien beeinflussen die Preis- und Finanzstabilität sowie die Zahlungssysteme. Dies muss bei einer Analyse der Entwicklungen und möglichen regulatorischen Konsequenzen berücksichtigt werden. Ausgehend von einer deutsch-französischen Initiative beschäftigt sich beispielsweise die G20 aktuell mit den Chancen und Risiken, die von Krypto-Assets und Krypto-Token ausgehen.

3 Europäische Finanzmärkte weiterentwickeln

In vielen Bereichen der Wirtschaft sind Investitionen erforderlich – sei es im Zusammenhang mit demographischem Wandel und einer älter werdenden Bevölkerung, der Digitalisierung, oder dem Klimawandel. Innovationen und Investitionen in die Zukunft wiederum erfordern leistungsfähige und stabile Finanzmärkte.

Die durch die Krise im Euroraum offengelegten langjährigen Fehlentwicklungen belasten den europäischen Bankensektor immer noch. Einige Länder haben hohe Bestände an notleidenden Krediten, andere haben Überkapazitäten mit intensivem Wettbewerb, der auf die Margen drückt. Teilweise behindert dies den Strukturwandel in der Wirtschaft, da Ressourcen nicht schnell genug von schrumpfenden Sektoren in wachsende gelenkt werden. Mit der Digitalisierung steht der Finanzsektor zudem vor einem erheblichen Strukturwandel.

Gleichzeitig können die Finanzsysteme zu einer angemessenen Verteilung von Risiken in einem Wirtschaftssystem beitragen. In der öffentlichen Debatte stehen oft – politisch kontroverse – Mechanismen der fiskalischen Risikoteilung im Vordergrund. Diese Debatte übersieht, dass es unausgeschöpfte Potenziale für eine bessere Risikoteilung über die Finanzmärkte gibt – gerade auch über Ländergrenzen hinweg. Das bedeutet nicht, das europäische, bank-basierte Finanzsystem in Frage zu stellen. Aber: Eine gute Mischung zwischen Fremd- und Eigenkapital, zwischen Finanzierung über Banken und über die Kapitalmärkte kann dazu beitragen, Risiken besser auf die verschiedenen Teile des Finanzsystems zu verteilen und es so krisenresistenter zu machen.

Denn Eigentümer eines Unternehmens oder einer Bank sind automatisch an den Erträgen beteiligt – aber auch an den Verlusten. Forderungen von Fremdkapitalgebern hingegen sind unabhängig von der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens und von Verlusten erst dann betroffen, wenn das betreffende Unternehmen in Konkurs geht.

Zudem kann Eigenkapital einen wichtigen Beitrag zur Finanzierung junger, innovativer Unternehmen leisten. Bei allen Unterschieden zwischen dem deutschen und dem französischen Finanzsystem, sind die Märkte für Venture Capital hier – wie in anderen Teilen Europas – relativ schwach entwickelt.

Welche konkreten Maßnahmen können den Beitrag der Finanzmärkte zu Wachstum, Innovationen und Stabilität fördern? Die Kapitalmarktunion – ein Projekt, das vor rund zwei Jahren begann – liefert eine Reihe von Antworten auf diese Frage.

Reformen des Insolvenzrechts und – in relevanten Teilbereichen – eine Harmonisierung können grenzüberschreitende Investitionen und den Umgang mit notleidenden Krediten erleichtern. Dabei wären unter anderem Mindestharmonisierungen im Hinblick auf eine bessere Verwertbarkeit von Sicherheiten sowie im Hinblick auf Gläubigerrechte in der Insolvenz hilfreich. Dies könnte es erschweren, dass Lasten im Nachhinein verschoben werden können.

Durch geeignete Maßnahmen im Rahmen der Kapitalmarktunion sollten zudem Hemmnisse bei der Finanzierung so abgebaut werden, dass Unternehmen, speziell leistungsfähige,

hige kleinere und mittelständische Unternehmen oder Start-ups, Zugang zu Finanzmitteln erhalten. Um für internationale Investitionen attraktiv zu sein, kann es ebenso wichtig sein, Regelungen zum Anlegerschutz in der EU zu vereinheitlichen und Hemmnisse für grenzüberschreitende Fusionen abzubauen.

Die europäischen Notenbanken haben diese Überlegungen in den letzten Jahren unterstützt, da eine solche Kapitalmarktunion Wachstum fördern und das Finanzsystem widerstandsfähiger gegenüber Krisen machen kann.

4 Dialog führen

Die bisherigen Reformen zu erklären, zu bewerten, und die richtigen Schlußfolgerungen zu ziehen, kann nur gelingen, wenn wir einen guten Dialog führen. Im Euroraum hat die nötige Kommunikation eine ganz besondere Dimension – denn der Euro ist eine „Währung ohne Staat“. Das Eurosystem muss grenzüberschreitend sicherstellen, dass die Bürger in allen Mitgliedstaaten über Themen, die Notenbanken betreffen, gut informiert sind.

Im Eurosystem sind die Notenbanken unabhängig und haben ein klares Mandat: die Sicherung der Preisstabilität. Sie spielen – gemeinsam mit anderen nationalen Institutionen – eine wichtige Rolle in der Bankenaufsicht und bei der Sicherung der Stabilität des Finanzsystems.

Die Unabhängigkeit der Notenbanken beschränkt sich auf ihr Mandat. Umgekehrt muss diese Unabhängigkeit vor politischer Einflussnahme geschützt werden. Vielfach ist diese Einflussnahme indirekt, etwa wenn durch hohe private oder staatliche Schuldenstände die Notenbanken unter Druck geraten, im Krisenfall einzuspringen und Risiken zu übernehmen. Im schlimmsten Fall kann dies die Sicherung von Preis- und Finanzstabilität gefährden.

Stabile demokratische Institutionen schaffen den Rahmen für Wirtschaftswachstum, Arbeitsplätze und Investitionen in die Zukunft. Und sie ermöglichen es den Notenbanken, ihre Aufgaben zu erfüllen -- die Stabilität von Preisen und Finanzmärkten zu sichern.

Gleichzeitig unterstützen Preis- und Finanzstabilität die Stabilität demokratischer Institutionen. Im Gegenzug sollten diese den Rahmen schaffen, dass die Zentralbanken ihre Aufgaben erfüllen können und diese vor einer Einflussnahme - auch einer indirekten - schützen.

Notenbanken sind zwar unabhängig von der Politik – aber sie agieren nicht in einem politischen Vakuum. Das Mandat der Notenbanken ist Ergebnis eines politischen Entscheidungsprozesses. Innerhalb der Grenzen dieses Mandats können Notenbanken die Entscheidungen treffen, die sie für angebracht halten. Das heißt aber auch: Das Handeln von Notenbanken muss auch einer breiteren Öffentlichkeit erklärt werden, es muss transparent und nachvollziehbar sein. Zudem müssen auch die nationalen Zentralbanken untereinander in einem engen Dialog stehen.

Was können Notenbanken konkret in diesen Dialog einbringen?

Öffentliche Kommunikation: In den vergangenen Jahrzehnten sind Notenbanken sehr viel offener und transparenter geworden, es gibt eine regelmäßige Kommunikation mit Marktteilnehmern, der Politik, dem akademischen Bereich, und nicht zuletzt über die Presse mit der breiten Öffentlichkeit.

Bildungsarbeit: Mehrere Notenbanken haben dazu in den letzten Jahren auch ihre Arbeit im Rahmen der ökonomischen und finanziellen Bildung erweitert. So hat zum Beispiel die Banque de France, die Gründung eines Museums zu Geld und der Rolle der Geldpolitik (Cité de l'économie et de la monnaie) initiiert. Und die Bundesbank hat im Dezember 2016 ihr neugestaltetes und erweitertes Geldmuseum eröffnet. Ähnliche Maßnahmen im Rahmen von europäischen Netzwerken sind daher zu begrüßen.

Personalaustausch: Bereits seit Jahren gibt es einen regelmäßigen Austausch zwischen Mitarbeitern der Bundesbank und der Banque de France. Wir freuen uns sehr, dass heute 20 deutsche und 14 französische Teilnehmerinnen und Teilnehmer eines bilateralen Aus-

tauschs an der Konferenz teilnehmen. Eine diversitätsgerechte Personalauswahl sowie die Förderung der Gleichstellung können den internen und externen Dialog ebenfalls unterstützen.

Gemeinsame Projekte: Die gemeinsame Frühjahrskonferenz der Bundesbank und der BdF ist eine seit langem erfolgreiche Kooperation zwischen unseren beiden Institutionen. Viele andere Initiativen lassen sich nennen – das International Banking Research Network (IBRN)⁴, Arbeitsgruppe zu „Green Finance“⁵, INEXDA – Netzwerk der Forschungsdatenzentren⁶. Viele Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter aus vielen Bereichen der Bundesbank und der Banque de France arbeiten gemeinsam und erfolgreich in diesen Projekten mit. Angesichts der Bedeutung der Kapitalmarktunion für Investitionen und Stabilität⁷ werden die Banque de France und die Bundesbank eng zusammenarbeiten, um zu den Zielen der Kapitalmarktunion beizutragen.

Diese Beispiele gemeinsamer Initiativen zeigen, dass sich Kooperation und Koordination auszahlen. Es entwickelt sich ein besseres Verständnis für möglicherweise unterschiedliche Standpunkte, und gemeinsame Lösungen werden leichter gefunden.

¹ Siehe https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf-en/HCSF_20180611_-_Press_release.pdf.

² Siehe u. a. <http://www.fsb.org/2017/07/framework-for-post-implementation-evaluation-of-the-effects-of-the-g20-financial-regulatory-reforms/> und https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/818046_qsa49_web.pdf.

³ Siehe u. a. https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Finanzstabilitaetsberichte/2017_finanzstabilitaetsbericht.pdf?__blob=publicationFile, S. 34-36.

⁴ Siehe <https://www.newyorkfed.org/ibrn>

⁵ Siehe <https://www.banque-france.fr/en/financial-stability/international-role/network-greening-financial-system>

⁶ Siehe <https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Bundesbank/Forschung/FDSZ/INEXDA/inexda.html>

⁷ Vgl. den gemeinsamen Artikel des deutschen und französischen Notenbankpräsidenten, Francois Villeroy de Galhau und Jens Weidmann, vom 8. Februar 2016 in Le Monde und der Süddeutschen Zeitung.