

Professor Dr. Axel A. Weber

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Notenbanken und Finanzstabilität

Vortrag anlässlich des Festakts zur Gründung des Instituts
für Währungs- und Finanzstabilität an der
Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt

in Frankfurt am Main
am 2. November 2007

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

| | | |
|-----|--|---|
| 1 | Begrüßung | 2 |
| 2 | Zur Finanzstabilität..... | 3 |
| 2.1 | Begriff und Gründe für Bedeutungszuwachs | 3 |
| 2.2 | Analyserahmen und Rolle der Notenbank | 5 |
| 2.3 | Bausteine stabiler Finanzsysteme | 8 |
| 3 | Aktuelle Einschätzung..... | 9 |

1 Begrüßung

Sehr geehrter Prof. Steinberg,
sehr geehrter Herr Müller,
sehr geehrte Herren Stiftungsprofessoren,
sehr geehrte Damen und Herren.

Als Notenbanker hat man bekanntlich Fragen der Währungs- und Finanzstabilität immer fest im Blick, da beide Felder im Mittelpunkt der Arbeit von Zentralbanken stehen. Von meinem Büro in der Bundesbank aus habe ich daneben noch etwas anderes gut im Blick: den Campus Westend der hiesigen Universität inklusive der großen Baustelle und dreier Baukräne.

Dass das Institut für Währungs- und Finanzstabilität an der Goethe-Universität, also dort, wo ich von 1998 – 2001 selbst gelehrt habe, und dazu noch ausgerechnet in Sichtweite der Bundesbank ansiedelt wird, erfreut mich besonders. Ich bin überzeugt, dass das Institut und seine drei Stiftungsprofessoren dazu beitragen werden, das Bewusstsein für stabiles Geld und ein stabiles Finanzsystem zu stärken, die entsprechende Forschung auszubauen sowie mittelbar auch Frankfurt als Finanzplatz aufzuwerten.

Lassen Sie mich zum Thema meines Vortrags kommen. Heute ist der 2. November. Vor genau 111 Jahren, also am 2. November 1896, bot die Londoner *General Accident Corporation* ihren Kunden die erste Autoversicherung der Welt an. Für einen monatlichen Beitrag von 2 Pfund Sterling konnte man sich damals erstmals gegen Schäden durch Verkehrsunfälle absichern – ausgeschlossen waren jedoch Unfälle mit Pferdedroschken.

Wie jeder weiß, hat sich in den letzten 111 Jahren auf diesem Feld einiges getan. Zum Beispiel betragen die heute zu zahlenden Prämien in der Autoversicherung deutlich mehr als 2 Pfund Sterling (umgerechnet gut 1,40 €) pro Monat. Immerhin sollten sich nun aber auch wieder Unfälle mit Pferden und entsprechenden Fuhrwerken versichern lassen.

So weit, so gut: Aber was hat diese kleine Geschichte mit dem Thema meines Vortrages, also mit „Notenbanken und Finanzstabilität“ zu tun? Nun, Risikoüberlegungen sind der Grund für die Nachfrage nach Versicherungsschutz – und auch bei der Analyse der Finanzstabilität geht es in weiten Teilen um eine Risikoabschätzung. Der Begriff des Risikos ist somit das verbindende Element zwischen Autoversicherungen und Finanzstabilität, also zwei Bereichen, die man sonst eher selten in einem Atemzug nennt.

Was aber ist eigentlich genau unter dem in den letzten Jahren immer häufiger zu hörenden Begriff der Finanzstabilität zu verstehen? Häufig wird von Finanzstabilität gesprochen, ohne präzise zu definieren, was eigentlich damit gemeint ist. Daher möchte ich kurz auf den Begriff selbst eingehen.

2 Zur Finanzstabilität

2.1 Begriff und Gründe für Bedeutungszuwachs

Es mag Außenstehende verwundern, aber den Begriff der Finanzstabilität zu definieren, ist keine leichte Übung. Bei einem intensiveren Blick in die Fachliteratur sieht man sich daher auch sehr schnell einer Vielzahl von Definitionen gegenüber, von denen sich bis heute keine eindeutig durchgesetzt hat.

Finanzstabilität sei hier definiert als die Fähigkeit eines Finanzsystems zur effizienten Allokation finanzieller Mittel, zum verlässlichen Bepreisen und Handeln von Risiken sowie zur sicheren Abwicklung von Zahlungen und Wertpapiertransaktionen. Ein stabiles Finanzsystem erfüllt diese Funktionen grundsätzlich auch in Stresssituationen, Finanzstabilität bedeutet also auch Schockresistenz.

Der Begriff der Finanzstabilität zielt auf das Funktionieren des Finanzsystems insgesamt ab, nicht auf die Geschicke einzelner Marktteilnehmer. Um es salopp auszudrücken: Einzel-schicksale interessieren beim Blick durch die „Finanzstabilitätsbrille“ nur, falls sie negative Auswirkungen auf das Gesamtsystem haben können.

Das Finanzsystem, von dem hier die Rede ist, umfasst im Wesentlichen drei Elemente: Erstens die darin handelnden Finanzintermediäre. Unter diesen spielen die Kreditinstitute eine zentrale Rolle, daneben sind z.B. aber auch Versicherungen und institutionelle Investoren relevant. Zweitens die jeweiligen Teilmärkte des gesamten Finanzmarktes, also z.B. die Anleihe-, Aktien-, Geld-, Devisen- oder Derivatemärkte. Drittens schließlich die nötige Infrastruktur, um Finanztransaktionen abwickeln zu können, also konkret die Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme.

Finanzstabilität und Geldwertstabilität stehen in einer wechselseitigen Abhängigkeitsbeziehung zueinander. Stabiles Geld ist ohne ein stabiles Finanzsystem undenkbar. Dies unter anderem deshalb, da sich die Notenbank zur Transmission ihrer geldpolitischen Impulse auf ein funktionierendes und stabiles Finanzsystem stützen muss. Gleichzeitig setzt ein stabiles Finanzsystem die Stabilität des Geldes voraus. Dies deshalb, da in Zeiten hoher Inflation die Allokation finanzieller Mittel und das Bepreisen von Risiken nur suboptimal verläuft.

Im Laufe der letzten ein bis zwei Dekaden sind Fragen der Finanzstabilität zunehmend ins Zentrum des Interesses von Aufsichtsbehörden und Zentralbanken gerückt. Die Gründe hierfür liegen vornehmlich in der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs und der parallel stattgefundenen Deregulierung auf nationaler Ebene. Um nicht missverstanden zu werden: Kapitalverkehrsliberalisierung und nationale Deregulierung sind Entwicklungen, die grundsätzlich sehr positive Wirkungen haben. Dort, wo früher übergroßer staatlicher Einfluss oder gar Dirigismus herrschten, können nun die Marktkräfte und die „unsichtbare Hand“ grundsätzlich wohlfahrtsfördernd walten.

Mit der Liberalisierung auf den Finanzmärkten gehen jedoch Trends einher, die der fortlaufenden Beobachtung und Analyse bedürfen. Zu diesen Trends gehört zum einen, dass die Finanzmärkte weltweit seit längerem deutlich stärker wachsen als die reale Wirtschaftsleistung. Diese Beobachtung gilt nicht nur in kapitalmarktorientierten, sondern auch in klassisch bankbasierten Finanzsystemen wie dem deutschen. Zum anderen hat in den letzten knapp zwei Jahrzehnten die sektor- und länderübergreifende Integration nationaler Finanzsysteme deutlich zugenommen. Hiermit gehen erhöhte Ansteckungsrisiken für nicht unmittelbar betroffene Finanzsysteme einher, sollten in einem nationalen Finanzsystem ernste Probleme auftreten. Die jüngsten, von den USA ausgehenden Marktturbulenzen, die zur Schieflage zweier deutscher Banken führten, liefern konkretes Anschauungsmaterial für diese Ansteckungsgefahren.

Ferner hat in Folge des starken Finanzmarktwachstums und der zunehmenden Verflechtung der nationalen Finanzsysteme das Gewicht großer und komplexer Finanzkonglomerate in den letzten Jahren erheblich zugenommen. Gleiches gilt für eine besondere Gruppe von Nichtbank-Akteuren, namentlich die Hedgefonds, die bereits heute auf verschiedenen Gebieten die Rolle des größten Marktteilnehmers übernommen haben.

Schließlich waren insbesondere die letzten fünf Jahre durch eine rapide Zunahme des Risikotransfers innerhalb des Bankensystems, jedoch auch aus dem Bankensystem heraus gekennzeichnet. Mit diesem Risikotransfer geht einher, dass immer komplexere Finanzinstrumente Verwendung finden, die höchste Anforderungen an die Risikomess- und Risikosteuerungsverfahren der beteiligten Akteure stellen.

Vor dem Hintergrund der hier knapp geschilderten tiefgreifenden Veränderungen im internationalen Finanzsystem während der letzten ca. 20 Jahre wird deutlich, dass das zunehmende Betonen von Aspekten der Finanzstabilität keine bloße „Modeerscheinung“ ist.

2.2 Analyserahmen und Rolle der Notenbank

Finanzstabilitätsanalyse ist kein „modegetriebenes“, jedoch noch ein recht junges Forschungsgebiet. Dementsprechend hat sich international bislang – im Gegensatz zur Geldpoli-

tik – auch noch kein grundsätzlich etablierter analytischer Rahmen herausgebildet, innerhalb dessen Finanzsysteme auf ihre Stabilität hin untersucht werden. Zwar hat es in den letzten Jahren erhebliche Fortschritte und neue Erkenntnisse gegeben, die (Weiter)entwicklung des Analyseinstrumentariums zur Finanzstabilität ist jedoch immer noch im Fluss. Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren wirkt auch hier.

Anders ausgedrückt: Das Rennen um die beste Herangehensweise – falls es die überhaupt gibt – ist noch voll im Gang. Ich wünsche dem heute gegründeten Institut für Währungs- und Finanzstabilität, bei diesem Rennen gut sichtbar mitzumischen.

Die Schwierigkeiten, ein robustes und bewährtes Analyseinstrumentarium aufzubauen, hängen auch damit zusammen, dass es für den Zustand der Finanzstabilität keine einfache oder gar quantifizierbare Zielvariable, also keinen „Index der Finanzstabilität“ gibt. Beim Thema Geldwertstabilität hingegen sind Zielbestimmung und Erfolgsmessung deutlich einfacher: Ob eine stabilitätsorientierte Geldpolitik letztlich erfolgreich war, lässt sich an einem Inflationsmaß wie dem Verbraucherpreisindex recht leicht ablesen.

Weitgehend unbestritten ist, dass eine umfassende Finanzstabilitätsanalyse quantitative als auch qualitative Bausteine umfassen muss. Zur quantitativ ausgerichteten Stabilitätsanalyse gehört es zum Beispiel, ein breites Bündel von relevanten (Markt)indikatoren kontinuierlich und systematisch zu beobachten und die Triebkräfte für deren Entwicklung im Zeitablauf zu analysieren, um mögliche Fehlentwicklungen frühzeitig erkennen zu können.

Jedoch muss man sich auch der Grenzen eines vornehmlich quantitativen, indikatorbasierten Ansatzes bewusst sein. Hierbei muss man insbesondere drei Dinge im Hinterkopf behalten. Erstens lässt sich die Stabilität eines Finanzsystems nicht nur am Wert verschiedener quantitativer Indikatoren festmachen. Finanzstabilität ist (wie der Gesundheitszustand eines Organismus) entlang eines Kontinuums zu sehen, daher existiert auch keine scharfe, mittels Indikatoren zu quantifizierende Grenze zwischen stabil und instabil.

Häufiges Problem der quantitativ ausgerichteten Stabilitätsanalyse ist zweitens die mangelnde Verfügbarkeit bzw. Zeitnähe der benötigten Daten, sofern es sich nicht um Marktpreise täglich gehandelter Güter handelt. Beispiel hierfür ist die häufig schwache Datenlage bei Immobilienpreisindikatoren, was das zeitnahe Erkennen von Fehlentwicklungen schwierig macht.

Vor allem aber drittens: Moderne Finanzsysteme befinden sich in stetigem Wandel. Finanzkrisen könnten sich daher in Bereichen aufbauen, die bisher durch keinen adäquaten Indikator erfasst werden. Dieser Umstand erfordert das regelmäßige Überprüfen des benutzten Indikatorensets.

Daher: Eine quantitativ orientierte Stabilitätsanalyse stellt einen notwendigen, wenn auch nicht hinreichenden Baustein im Rahmen einer umfassenden Stabilitätsbeurteilung dar. Die Finanzstabilitätsanalyse ist deshalb um qualitative Aspekte zu erweitern. So ist z.B. zu prüfen, ob in dem beobachteten Finanzsystem internationale (Aufsichts-)Standards eingehalten werden (wie etwa die Baseler Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht), ob adäquate Risikomess- und -steuerungsverfahren auf Bankenebene verwendet werden und ob wichtige Grundsätze der Unternehmensführung und -kontrolle beachtet werden (*Corporate Governance*).

Stabile Finanzsysteme reduzieren Unsicherheit und entfalten somit positive externe Effekte auf die Realwirtschaft, womit sie zu größerer ökonomischer Wohlfahrt beitragen. Jedoch gilt auch der Umkehrschluss: Instabilitäten im Finanzsystem oder gar Finanzkrisen können über negative externe Effekte hohe volkswirtschaftliche Kosten verursachen.

Ein stabiles Finanzsystem weist Merkmale eines öffentlichen Gutes auf. Die positiven externen Effekte für die Realwirtschaft lassen die Sorge um Finanzstabilität daher zu einer öffentlichen Aufgabe werden, in die auch Notenbanken involviert sind. Anders formuliert: Zur Finanzstabilität beizutragen gehört mit zum Kernaufgabenbereich einer Zentralbank, um Preisniveaustabilität zu sichern und negative Rückwirkungen des Finanzsystems auf die Realwirtschaft abzuwenden.

Dieses zumindest implizite Mandat resultiert aus der Rolle der Notenbanken als zentralbankgeldschöpfende Institution und als Bank der Banken. Im Falle der Bundesbank speist sich unsere (Mit)verantwortung für die Finanzstabilität daneben aus dem Bundesbank-Gesetz sowie dem Notenbankkapitel im EG-Vertrag.

Im Rahmen der Finanzstabilitätspolitik gilt grundsätzlich: Krisenprävention geht vor Krisenbewältigung. Aber welche Elemente sind es, die ein Finanzsystem stabil machen und somit möglichen Krisen vorbeugen? Was sind die Bausteine stabiler Finanzsysteme?

2.3 Bausteine stabiler Finanzsysteme

Zu allererst: Grundvoraussetzung jeder erfolgreichen Stabilitätspolitik ist eine solide Geld- und Haushaltspolitik. Falls diese Voraussetzung nicht erfüllt ist, stehen sonstige Bemühungen, die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen, nur auf tönernen Füßen.

Konkrete Finanzstabilitätspolitik nun zielt im Kern darauf ab, das eigenverantwortliche Handeln der Marktteilnehmer und ihr individuelles Risikomanagement zu stärken sowie ein hohes Maß an Markttransparenz zu sichern. Diese Elemente bilden sozusagen die „erste Verteidigungslinie der Finanzstabilität.“

Um im Bild zu bleiben: als „zweite Verteidigungslinie“ braucht es daneben eine effektive Banken- und Finanzmarktaufsicht. Und schließlich bedarf es in einem globalisierten Finanzsystem enger internationaler Kooperation. Insbesondere gilt es, globale Standards als „regulatorische Leitplanken“ im internationalen Finanzsystem aufzustellen. Dies dient unter anderem dem Sichern einheitlicher Wettbewerbsbedingungen und verhindert einen schädlichen Wettbewerb um das niedrigste Regulierungsniveau.

Die Rangliste der hier vorgestellten Bausteine macht deutlich, dass staatliche Maßnahmen als nachrangiges Sicherungsnetz fungieren sollen, wenn es darum geht, Finanzstabilität zu gewährleisten. Zuvörderst ist es ein Muss, die Eigenverantwortung der Marktteilnehmer für sich selbst, aber auch mittelbar für das Gesamtsystem zu betonen und zu stärken.

Umsichtiges, eigenverantwortliches Handeln der Finanzmarktakteure und ein entsprechendes Risikomanagement sind das beste Bollwerk, um etwaigen Bedrohungen für die Finanzstabilität standzuhalten. Die staatliche Aufsicht kann und will für diese Eigenverantwortung kein Ersatz sein. Obwohl die Aufsicht sich bemüht grundsätzlich absehbare Schieflagen oder zwangsweise Marktaustritte zu verhindern, gelingt dies nicht in jedem Einzelfall. Die makropotenzielle Aufsicht zielt darauf ab, das Finanzsystem insgesamt funktionsfähig zu halten.

In den letzten Jahren sind mehr und mehr Notenbanken dazu übergegangen, ihre Analysen zur Stabilität des nationalen bzw. internationalen Finanzsystems öffentlich zu machen. Gleiches gilt für die Bundesbank – seit dem Jahr 2003 veröffentlichen wir unsere Einschätzung in Form eines Stabilitätsberichts.

Charakteristikum eines solchen Stabilitätsberichts ist, dass nicht vornehmlich die wahrscheinlichste Entwicklung in der Zukunft beschrieben wird, sondern dass untersucht wird, inwiefern das Hauptszenario für Realwirtschaft und Finanzsystem beeinträchtigt werden könnte, falls sich bestehende Risiken, also unwahrscheinliche, wenn auch nicht unmögliche Entwicklungen, tatsächlich materialisieren sollten.

Eine solche risikoorientierte Analyse erlaubt es grundsätzlich, auch solche Schwachstellen zu erkennen, die beim erwarteten Lauf der Dinge, also im Hauptszenario, nicht auffielen. Wie sieht nun unsere gegenwärtige Einschätzung zur Finanzstabilität aus?

3 Aktuelle Einschätzung

Ich möchte unserem am 29. November erscheinenden Stabilitätsbereich nicht vorgreifen, deshalb abschließend hier nur ein paar grundsätzliche Anmerkungen.

Die Marktentwicklungen der letzten Monate haben das globale Finanzsystem auf die Probe gestellt. Dieses hat jedoch seine Widerstandsfähigkeit auch gegenüber teilweise erheblichen Marktturbulenzen bewiesen. Hierzu trug bei, dass die Risikotragfähigkeit vieler international

agierender Großbanken angesichts der mitunter ausgezeichneten Ertragsentwicklung während der letzten Jahre und der guten Eigenkapitalausstattung insgesamt hoch ist.

Auch das deutsche Banken- und Finanzsystem hat die Herausforderungen der letzten Monate insgesamt gut gemeistert und seine Stabilität und Funktionsfähigkeit behauptet. Die aufgetretenen Problemfälle, namentlich IKB und Sachsen LB, waren institutsspezifischer Natur und wurden durch die deutsche Kreditwirtschaft aufgefangen.

Der Umstand, dass viele Marktteilnehmer nun insbesondere Kreditrisiken wieder deutlich vorsichtiger bewerten, ist grundsätzlich eine positive Entwicklung. Nicht nur die Bundesbank hat über die letzten Jahre immer wieder davor gewarnt, dass es Anzeichen für ein Unterschätzen vorhandener Risiken in bestimmten Teilbereichen des Finanzmarktes gibt.

Zwar sind aufgrund der Finanzmarktentwicklungen der letzten Monate die makroökonomischen Risiken für Deutschland und die Weltwirtschaft insgesamt größer geworden. Auch hat z.B. der IWF jüngst seine Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft im Jahr 2008 nach unten angepasst.

Jedoch gilt es, diese Anpassung im richtigen Zusammenhang zu sehen: Selbst falls die Weltwirtschaft gemäß IWF-Prognose nächstes Jahr annahmegemäß mit $4 \frac{3}{4} \%$ (anstatt, wie noch vor den Turbulenzen erwartet, mit $5 \frac{1}{4} \%$) wachsen würde, so hieße dies weiterhin, dass die Weltwirtschaft das sechste Jahr in Folge oberhalb ihres langfristigen Wachstumstrends expandierte.

Kurz und knapp: Gestiegene Konjunkturrisiken aufgrund der Finanzmarktentwicklungen ja, Grund für Konjunkturpessimismus jedoch nein. Sowohl für Deutschland als auch für die Weltwirtschaft gibt es zahlreiche Anzeichen dafür, dass der Aufschwung grundsätzlich anhalten wird, wenn auch mit etwas weniger Schwung als bisher.

Mit Schwung mache ich jetzt noch eins: Ich komme zum Schluss. Wer zum Schluss kommt, muss noch nicht am Ende sein. Dieser Festakt geht weiter, ich freue mich nun auf die Präsentation der neuen Stiftungsprofessoren und danke für Ihre Aufmerksamkeit.

* * *