



Hermann Remsperger

Zentralbankpolitik: Überforderung statt Langeweile?

White Paper Series No. 3

Center of Excellence SAFE Sustainable Architecture for Finance in Europe

A cooperation of the Center for Financial Studies and Goethe University Frankfurt

House of Finance | Goethe University
Grüneburgplatz 1 | D-60323 Frankfurt am Main

Tel. +49 (0)69 798 33684 | Fax +49 (0)69 798 33910
policycenter@safe.uni-frankfurt.de | www.safe-frankfurt.de

Zentralbankpolitik: Überforderung statt Langeweile?

Hermann Remsperger

eingestellt am 8. April 2013, aktualisiert am 5. Mai 2013

In der jüngsten Finanz- und Schuldenkrise ist immer wieder auf die Überfrachtung der Zentralbanken durch eine allzu breite Aufgabenpalette hingewiesen worden (vgl. Deutsche Bundesbank, 2011, S. 55). Eine solche Überfrachtung könne zu einer Überforderung der Notenbanken führen. Zugleich wurde in der aktuellen Diskussion fast nostalgisch an Äußerungen von Mervyn King (2000) erinnert, der vor 13 Jahren die Vorzüge einer routinemäßigen Geldpolitik hervorhob.

Zu dieser normativen Vorstellung des seinerzeitigen Vizegouverneurs der Bank of England über die Routine in der Welt der Währungshüter passt dann auch die oft nur hinter vorgehaltenen Händen gestellte Frage, was die Notenbanker vor der Krise eigentlich den ganzen Tag getan hätten. Zumindest wird gelegentlich der Eindruck erweckt, dass die Worte und Taten der Notenbanker in den Jahren und Jahrzehnten vor der Krise fast ausschließlich um das Lockern und Bremsen kreisten, also um Fragen, die vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Baustellen in der Zentralbankpolitik eher marginal erscheinen mögen.

Hierzu ist zum einen festzuhalten, dass die Niederungen im Alltag der Zentralbanken auch ohne große Baustellen nicht allzu niedrig sind. Allein schon die übliche Analyse und Prognose der realwirtschaftlichen und monetären Entwicklung stellt eine große Herausforderung dar. Sie lässt die Mitarbeiterstäbe in den Zentralbanken und die Entscheidungsträger selbst dann glühen, wenn vielleicht nur kleinere Zinsbewegungen erörtert werden. Zum anderen ist zu betonen, dass fundamentale Probleme keine Neuerscheinung der jüngsten Krise darstellen. Mit grundsätzlichen Problemen sind die Zentralbanker schon seit eh und je konfrontiert worden (James, 2012). Langeweile hat es für sie im Grunde genommen nie gegeben. Im Mittelpunkt des vorliegenden Referats steht nun aber die These einer Überforderung der Zentralbanken auf vier Baustellen, die unmittelbar mit der jüngsten Krise verbunden sind. Wie sich zeigen wird, sind diese vier Problemfelder in der Zentralbankpolitik bereits jeweils für sich betrachtet sehr komplex. Aber ihr Komplexitätsgrad erhöht sich noch, wenn man ihre Berührungspunkte berücksichtigt.

Vier Baustellen, eine These und drei Prüfstände

Auf der *ersten* Baustelle steht das Schild „*Krisenmanagement*“. Hier sind zur Bekämpfung der Finanz- und Schuldenkrise die Leitzinsen kräftig abgebaut, unkonventionelle Maßnahmen zur

Liquiditätsversorgung der Banken ergriffen und Transmissionskanäle in der Geldpolitik repariert worden. Darüber hinaus spielt im Eurosystem die Gewährung von Notfallkrediten durch nationale Zentralbanken („Emergency Liquidity Assistance: ELA) eine besondere Rolle.

Auf der *zweiten* Baustelle geht es perspektivisch um die Frage nach der geeigneten geldpolitischen Strategie nach der Überwindung der gegenwärtigen Krise. Immerhin erwägen einige Experten, wie zum Beispiel Turner (2013), die Geldpolitik für die sogenannte „*neue Normalität*“ grundlegend umzubauen. Teilweise findet ein solcher Umbau in der Praxis sogar bereits statt. Deswegen verwundert es auch nicht, dass jetzt immer häufiger über einen Paradigmenwechsel in der Geldpolitik diskutiert wird. Zugleich gibt es jedoch auch viele ernst zu nehmende Stimmen, die vor einem solchen Paradigmenwechsel und zugleich vor einer Überforderung der Geldpolitik warnen.

Die *dritte* und die *vierte* Baustelle der Zentralbanken liegen beide im Bereich der *präventiven Finanzstabilitätspolitik*. Auf der dritten Baustelle werden Gebäude für die makroprudenzielle Politik (in der Matrix mit „MakroPru“ abgekürzt) und auf der vierten ein Anbau für die Bankenaufsicht bei der Europäischen Zentralbank (EZB) errichtet. Dadurch entstehen sehr heterogene Baukomplexe, so dass man wiederum in die Zukunft blickend durchaus die *These vertreten kann, dass in der vermehrten und erhöhten Komplexität der Zentralbankaufgaben eine Gefahr für Überforderungen steckt, der frühzeitig zu begegnen ist.*

Zur Überprüfung der These zur „*Überforderung durch Komplexität*“ haben wir auf den vier Baustellen der Zentralbanken jeweils drei Prüfstände aufgestellt. Sie heißen „Ökonomie, Recht und Politik“, bringen also die Vermutung zum Ausdruck, dass die Überforderungen der Zentralbanken ökonomische, rechtliche und politische Ursachen haben können.

Ökonomisch würden Zentralbanken vor allem dann überfordert, wenn sie Ziele erreichen sollen, die entweder im Konflikt miteinander liegen oder die sich ganz generell außerhalb ihrer Reichweite befinden. Und die Zentralbanken wären auch dann überfordert, wenn sie nur über ein unzureichendes Instrumentarium verfügen würden. Darüber hinaus kann der Fall der ökonomischen Überforderung eintreten, wenn Notenbankinstrumente mit einer so starken Dosis eingesetzt werden müssen, dass schädliche Nebenwirkungen fast zwangsläufig eintreten.

Eine *rechtliche* Überforderung der Zentralbanken läge vor allem dann vor, wenn von ihnen erwartet wird, Ziele zu erreichen und Instrumente einzusetzen, die über ihr Mandat hinausgehen. Rechtliche Überforderungen können aber auch dann entstehen, wenn die Zuständigkeiten im institutionellen Gefüge und im Ordnungsrahmen der Zentralbanken nicht eindeutig geklärt sind. Die politische Wissenschaft würde in diesem Fall von Problemen im Bereich der „*polity*“ sprechen.

So überrascht es auch nicht, dass die Übergänge von einer rechtlichen zu einer *politischen* Überforderung oft fließend sind. Dabei ist eine politische Überforderung der Zentralbanken nicht zuletzt dann zu konstatieren, wenn ihre Ziele und ihr Mitteleinsatz in die politischen

Auseinandersetzungen geraten, sie also zum Politikum werden. So spiegelt der Ausdruck „Politisierung der Geldpolitik“ die Befürchtung wider, dass sich eine rein inhaltlich orientierte policy in politics mit ihren prozessualen, taktischen und interessegeleiteten Aspekten verwandelt. Im Grenzfall kann sich die politische Überforderung sogar darin äußern, dass die Zentralbanken Aufgaben übernehmen oder Maßnahmen ergreifen sollen, die sie kaum wahrnehmen können, ohne ihre eigene Unabhängigkeit zu gefährden.

Mit diesem gedanklichen Vorverständnis möchten wir uns jetzt nacheinander auf die vier Baustellen in der Zentralbankpolitik begeben und dort jeweils die drei erwähnten Prüfstände einnehmen. Die Matrix „Überforderte Zentralbank?“ soll dazu eine Orientierungshilfe geben.

Überforderte Zentralbank?		3 Prüfstände		
		Ökonomie	Recht	Politik
4 Baustellen	Krisen-Management	<i>Ultraleichte Geldpolitik:</i> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Risiko für Finanz- und Preisstabilität ▪ Umverteilung ▪ Fehlanreize für die Finanzpolitik 	<i>Umstrittene Instrumente:</i> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Wertpapierankaufprogramm ▪ Outright Monetary Transactions ▪ Notfallkredite 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Politics statt Policy ▪ Verstrickung
	Geldpolitik „neue Normalität“	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geldschöpfung durch Staatsfinanzierung ▪ Realwirtschaftliche Ziele ▪ Finanzstabilität 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zweifel am Sinn der Unabhängigkeit ▪ Monetäre Staatsfinanzierung 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zweifel am Sinn der Unabhängigkeit
	MakroPru	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Komplexes Ziel ▪ Komplexer Instrumentenschwarm ▪ Interessenskonflikte ▪ Reputationsrisiko 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ CRD IV-Paket ▪ Nationale Gesetze ▪ Im Labyrinth der Institutionen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Im Labyrinth der Institutionen
	Bankenaufsicht bei der EZB	<i>Tatort EZB:</i> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Europäisierung ▪ im Schlepptau der Finanzpolitik ▪ Reputationsrisiko ▪ Interessenskonflikte 	<i>Anbau-Probleme</i> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Art. 127,6 AEUV ▪ Diffuse Verantwortlichkeiten ▪ gerichtsfeste Maßnahmen und Rechenschaftspflicht 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Politikum statt Mechanismus ▪ Souveränitätsverzicht ▪ Rechenschaftspflicht

1. Baustelle: Krisenmanagement im Eurosystem

Wie schon kurz angedeutet, lässt sich das Krisenmanagement der Zentralbanken durch zwei strategische Ansatzpunkte kennzeichnen. Zum einen ist die Finanz- und Schuldenkrise mit sehr kräftigen Zinssenkungen und zum anderen mit einer Reihe unkonventioneller Maßnahmen bekämpft worden. Sie reichten von einer überaus großzügigen Liquiditätsversorgung über die Ausweitung der Notenbankbilanzen bis hin zu direkten Interventionen in ausgewählte Finanzmarktsegmente.

Umstrittene Instrumente

Zu den unkonventionellen Maßnahmen des Eurosystems gehört die Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften, die mindestens bis zum Juli 2014 beibehalten werden soll. Seit dem Lehmann-Default kann jede Bank selbst bestimmen, wie viel Liquidität sie von der Zentralbank bekommt, vorausgesetzt, das Kreditinstitut hat genügend Sicherheiten dafür. Diese Liquidität ist den Banken für ungewöhnlich lange Laufzeiten und gegen Sicherheiten mit immer geringerer Bonität gewährt worden. Besonders viel Aufmerksamkeit zog das Ankaufprogramm der EZB für staatliche Wertpapiere auf sich. Es wurde im September 2012 durch die Bereitschaft der EZB zu unbegrenzten, aber konditionierten Outright Monetary Transactions (OMT) an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen im Euroraum abgelöst.

Die Auseinandersetzung mit diesen unkonventionellen Maßnahmen wurde und wird auf dem juristischen Prüfstand besonders intensiv ausgetragen. Aber auch von dort aus darf natürlich nicht übersehen werden, dass sich der Handlungsdruck auf die EZB nicht zuletzt deswegen immer weiter erhöht hat, weil in anderen Politikbereichen nicht genügend getan worden ist, um die Finanzkrise zu vermeiden bzw. zu bekämpfen: „The ECB was the only functioning Eurozone institution with the autonomy, flexibility and financial resources to act effectively (Pill, 2013, S. 128).“ „Was aber soll eine Zentralbank tun“, so fragen Brunnermeier und Braunberger, „wenn eine Regierung sich unangenehmen Aufgaben, etwa der Restrukturierung von Banken oder der Deregulierung von Arbeitsmärkten, verweigert und darauf baut, dass an ihrer Stelle die Zentralbank als Versicherer gegen eine Wirtschaftskrise bereitsteht (Brunnermeier, Braunberger, 2013, S. 18)?“

Auf dem juristischen Prüfstand vertreten viele Experten die Auffassung, dass die EZB ihr Mandat überdehnt habe (vgl. Keller, 2013, S. 995-998) Siekmann kommt zu dem Ergebnis (vgl. Siekmann, 2012, S. 49), dass ein längerfristiger Erwerb von staatlichen Wertpapieren die Befugnisse und Zuständigkeiten des Europäischen Systems der Zentralbanken überschreite, wenn er der Erleichterung von Zinslasten dient. Dies sei mit dem Verbot der Kreditgewährung durch Zentralbanken an Hoheitsträger nach Artikel 123 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) nicht zu vereinbaren.

Nicht zuletzt in Deutschland wurde der EZB vorgeworfen (vgl. Stark, 2013 b), sie habe um der Finanzstabilität willen den Weg zur indirekten Staatsfinanzierung eingeschlagen. Mit der

Ankündigung der OMT sei sie zudem ins Schlepptau der allgemeinen Politik geraten, weil die Zentralbank einem Staat über den Einsatz solcher Geschäfte nur helfen dürfe, wenn sich dieser zuvor unter den Rettungsschirm des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) begeben habe. Letztlich würden darüber Regierungen entscheiden. Deswegen sei die Unabhängigkeit der Geldpolitik gefährdet.

Zur Begründung dieser unkonventionellen Maßnahmen hat der Präsident der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, wiederholt betont, dass die Geldpolitik damit über die geeigneten Instrumente verfüge, um die hohen Zinsen in den Problemländern des Euroraums zu drücken. Über den Einsatz dieser Instrumente könne dafür gesorgt werden, dass die gemeinsame Geldpolitik im Euroraum auch einheitlich wirke.

Während die EZB mit den unkonventionellen Maßnahmen den beschädigten Transmissionskanal in der Geldpolitik sanieren möchte, zieht die Bundesbank in ihrer Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht alle Register, um nachzuweisen, dass der Nachweis eines gestörten Transmissionsmechanismus kaum möglich sei. Jedenfalls stünden unterschiedliche Marktzinssätze innerhalb des Euroraums nicht im Widerspruch zu einer einheitlichen Geldpolitik (vgl. Deutsche Bundesbank, 2012 a, S. 7).

Überdies könne die EZB die gegenwärtige Zusammensetzung des Euroraums nicht garantieren, so dass es auch nicht ihre Aufgabe sei, Reversibilitätsaufschläge bei den Marktzinsen zu eliminieren (vgl. Deutsche Bundesbank, 2012 a, S. 9). In der Stellungnahme der EZB gegenüber dem Verfassungsgericht heißt es dagegen: „Die Glaubwürdigkeit der Unumkehrbarkeit des Euro ist vielmehr eine wichtige Voraussetzung dafür, dass Preisstabilität im Rahmen der primärrechtlichen Zielvorgaben erreicht wird (Europäische Zentralbank, 2013, S. 8).“

So versicherte Mario Draghi, dass sich die Geldpolitik der EZB auch mit dem Einsatz unkonventioneller Instrumente im Rahmen ihres Mandats bewege. „Verboten ist es uns, Anleihen direkt von den Regierungen zu kaufen. An dieses Verbot halten wir uns. Erlaubt ist es uns dagegen, Anleihen auf dem sogenannten Sekundärmarkt zu erwerben – also von Banken und Finanzinstituten -, wenn das für unsere Geldpolitik erforderlich ist. Genau das tun wir (Draghi, 2012, S. 74).“

Ob die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank, insbesondere der Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt, den Ermächtigungsrahmen der deutschen Zustimmungsgesetze zu den Unionsverträgen überschritten haben, wird das Bundesverfassungsgericht im Hauptsacheverfahren zur Ratifikation des Vertrages über den Europäischen Stabilitätsmechanismus und den Fiskalpakt noch prüfen (Bundesverfassungsgericht, 2012). Bildlich gesprochen kommen die Maßnahmen damit in Deutschland also auf den höchsten juristischen Prüfstand. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass Verstöße gegen europarechtliche Vorgaben nicht zwangsläufig auch Verstöße gegen das Grundgesetz darstellen (vgl. Siekmann 2012, S. 43).

Ein besonderes Kapitel im Krisenmanagement des Eurosystems stellt die Bereitstellung von ELA dar. Hierbei handelt es sich nämlich gar nicht um *geldpolitische* Maßnahmen. Vielmehr zählen diese Notfallkredite nach Artikel 14.4 des Statuts über das Europäische System der Zentralbanken und der EZB zu den sogenannten anderen Aufgaben der *nationalen* Zentralbanken (vgl. C. Steven, 2013, S. 943). Wenn also im Krisenmanagement des Eurosystems zeitweise zu beobachten war, dass die Bereitstellung von ELA den größten Teil der Liquiditätsversorgung ausmachte, dann war das paradoxerweise gar nicht primär das Ergebnis der allgemeinen Geldpolitik, sondern es war die Konsequenz aus den Hilfen nationaler Zentralbanken zur Stabilisierung einzelner Kreditinstitute. Solche Hilfen kann der EZB-Rat nur mit einer Zweidrittelmehrheit verhindern.

Dabei ist aus dem Unionsrecht abzuleiten „dass Zentralbanken lediglich Liquiditätshilfen zur Verfügung stellen dürfen, nicht jedoch Solvenzhilfen (Radtke, 2010, S. 231).“ Jede Kreditgewährung der Zentralbank an ein insolventes Institut stelle eine Finanzierung staatlicher Aufgaben dar und verstoße gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung. Das tatsächliche Verhalten einzelner Notenbanken bewegte sich jedoch in der Nähe dieses Verbots: „Der griechische Liquiditätsbedarf wurde über das Eurosystem finanziert, und zwar ungeachtet von Zweifeln an der Solvenz des Staates und der Banken (Deutsche Bundesbank, 2012 a, S. 15).“

Die Abwicklung einer Bank in Irland stellt ein weiteres wichtiges Beispiel für den problematischen Umgang mit der ELA dar. „Was eine eindeutige Regierungsaufgabe war, hatte die irische Zentralbank mit der Gewährung von Notfall-Liquidität gegen Schuldscheine der irischen Regierung als Sicherheiten (promissory notes) wahrgenommen, nämlich die fortgesetzte Finanzierung einer Bank in Abwicklung (Stark, 2013, a).“ Als die Bank dann tatsächlich für insolvent erklärt wurde, übernahm die irische Zentralbank die Wertpapiere und tauschte sie gegen sehr langfristige Staatsanleihen.

So enthüllen die „sonstigen“ Positionen in den konsolidierten Wochenausweisen des Eurosystems zum 8. und 15. Februar 2013, dass die Bestände des Eurosystems an Wertpapieren, die *nicht* für geldpolitische Zwecke gehalten werden, seinerzeit um 30,4 Milliarden Euro gestiegen sind. Zum 29. März 2013 wurde dann ein weiterer Anstieg um 11,5 Milliarden Euro ausgewiesen. Hauptgrund für diese Bewegungen war die Verwertung von Sicherheiten durch die irische Notenbank, die diese Papiere nunmehr auf der Basis des Agreements on Net Financial Assets hält. Für sie gibt es Obergrenzen, die aber überschritten worden sind.

Das Eurosystem wird deshalb noch prüfen müssen, wie es mit dieser Überschreitung umgeht. Und es wird weiterhin zu prüfen sein, ob der irische Fall als monetäre Staatsfinanzierung zu interpretieren ist. Whelan kommt nach einer vertiefenden Untersuchung zu dem Schluss, „that the current arrangements are monetary financing in spirit if not necessarily according to the letter of the law (Whelan, 2013, S. 2).“ Gleichwohl hält er diese monetäre Staatsfinanzierung für notwendig, wenn der Euro gerettet werden soll.

Ende März 2013 lagen die Bestände des Eurosystems an Wertpapieren, die nicht für geldpolitische Zwecke gehalten werden, um mehr als 79 Milliarden Euro über den Wertpapieren für geldpolitische Zwecke in der konsolidierten Bilanz des Eurosystems!

Die politische Bedeutung der ELA hat sich im Falle Zyperns besonders deutlich gezeigt. Die knappe Presseerklärung der EZB vom 21. März 2013 spricht hier für sich selbst (European Central Bank, 2013): „The Governing Council of the European Central Bank decided to maintain the current level of Emergency Liquidity Assistance (ELA) until Monday, 25 March 2013. Thereafter, Emergency Liquidity Assistance (ELA) could only be considered if an EU/IMF programme is in place that would ensure the solvency of the concerned banks.“ *Im Kern stellt sich damit die brisante Frage, ob bis zum 25. März ELA-Mittel an insolvente Banken in Zypern geflossen sind, und zwar in einer Größenordnung, die weit über die Hälfte des zyprischen Bruttoinlandsprodukts ausmachte.*

Nach der Verabschiedung des Anpassungsprogramms für Zypern gab die EZB dann am 25. März bekannt, dass der EZB-Rat keine Einwände gegen die Gewährung von ELA durch die Zentralbank von Zypern erheben würde. Vor diesem Hintergrund kann man meines Erachtens durchaus sagen, dass die politische Konditionierung der Zentralbankinstrumente im Eurosystem zwei Namen trägt, nämlich OMT und ELA.

Mit Blick auf die ELA sei schließlich noch hinzugefügt, dass schon seit einigen Jahren darüber diskutiert wird, sie stärker bei der EZB zu zentralisieren. Auch der Stab des Internationalen Währungsfonds (IMF) (vgl. IMF, 2013 b, S. 20) spricht sich dafür aus. Während früher die Zentralisierung der ELA im Eurosystem als Katalysator einer europäischen Bankenaufsicht gesehen wurde, heißt es heute umgekehrt, dass eine gemeinsame Bankenaufsicht die Zentralisierung der ELA bei der EZB beflügeln könnte. Aus juristischer Sicht ist jedoch darauf hinzuweisen, dass eine „Eurosystem-ELA“ entsprechende Satzungsänderungen für das Europäische System der Zentralbanken und die EZB erfordern dürfte. Aus ökonomischer Sicht kommt hinzu, dass – wie der Fall Zypern gezeigt hat – es zu erheblichen Interessenskonflikten kommen kann, wenn die Kompetenzen für die Bankenaufsicht und die Vergabe von ELA in denselben Händen liegen.

Unerwünschte Folgen ultraleichter Geldpolitik

Dass die unkonventionellen Maßnahmen im Eurosystem gemeinsam mit dem konventionellen Zinsabbau zu einer „ultraleichten Geldpolitik“ geführt haben, ist wohl nicht zu bestreiten. Möglicherweise wird die unterschiedliche Bewertung der Kombination von aggressiver Zinssenkung und unkonventionellen Maßnahmen aber schon dadurch deutlich, dass der IMF diese Politik als „MP-plus“ – monetary policy-plus - bezeichnet (vgl. IMF, 2013 e). Dabei bestreitet er potenzielle negative Nebenwirkungen auf mittelfristige Sicht allerdings nicht. Er bewertet sie aber weniger entschieden als die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Zur Erinnerung an den Zinsabbau im Eurosystem sei hier nur kurz erwähnt, dass die EZB den Hauptrefinanzierungssatz vom Oktober 2008 bis zum Mai 2009 von 4,25 % auf 1% gesenkt hat. Nach zwei zwischenzeitlichen Zinserhöhungen im März und Juli 2011 folgten dann bis zum Mai 2013 vier weitere Lockerungsschritte. Jetzt liegt der Leitzins nur noch bei 0,5%.

Der ganzheitliche - also jetzt nicht mehr auf die einzelnen Notenbankinstrumente ausgerichtete - Argumentationsstrang betrachtet die ultraleichte Geldpolitik mit den beiden Komponenten „Zins und Liquidität“ auf dem Prüfstand der Ökonomie als Einheit. Im Mittelpunkt stehen die Folgen dieser Politik. Gerade weil dazu aber auch ungewollte und schädliche Nebenwirkungen gehören, die den Zentralbanken zur Last gelegt werden, ist der politische Prüfstand eng mit dem ökonomischen verbunden. Anders ausgedrückt, ist die ökonomische Überforderung der Zentralbanken kaum von der politischen zu trennen.

Auf der Liste der ungewollten ökonomischen Konsequenzen und Risiken einer ultraleichten Geldpolitik im Krisenmanagement der Zentralbanken finden sich zumindest fünf Merkposten.

Erstens stellt die Bekämpfung einer Finanzkrise durch eine ultraleichte Geldpolitik ein eigenständiges Risiko für die Stabilität des Finanzsystems dar. Das mag zunächst paradox erscheinen. Doch hat nicht zuletzt White (vgl. White, 2012, S. 26-33) aufgezeigt, dass ein extrem niedrige Zinsen zu einer Gefährdung von Kreditinstituten führen könne, weil sie unter dem Zinsdruck höhere Risiken eingingen. Zugleich würden die Schattenbanken durch ein niedriges Zinsumfeld gefördert. Er betont darüber hinaus, dass durch extrem niedrige Zinsen Probleme für Versicherungen entstünden.

Hannoun verweist sogar auf das Risiko einer Atrophie der Finanzmärkte: „Central Banks end up taking over financial intermediation from the private sector (Hannoun, 2012).“ Wie Jordan hervorhebt (vgl. Jordan, 2012, S. 291), ist dieses Argument eng mit dem Auftreten von Fehlanreizen verknüpft. Wenn die Marktteilnehmer wissen, dass die Zentralbank die Finanzmärkte im Krisenfall stützt, lässt die Marktdisziplin nach. Das kann sich wiederum in einer übermäßigen Kreditausweitung und Risikoneigung niederschlagen.

Fehlanreize sind aber durch eine ultraleichte Geldpolitik nicht nur im Finanzsektor, sondern möglicherweise auch im öffentlichen Sektor zu verzeichnen. Sie können – und das ist der *zweite* Aspekt der schädlichen Nebenwirkungen und Risiken – dazu führen, dass die Probleme der staatlichen Verschuldung nicht rechtzeitig oder nur unvollkommen angegangen werden. „Indem die Notenbank handelt, nimmt sie den Druck von der Politik – das ist riskant (Weidmann, 2012 c, S. 36).“

Als *dritter* Aspekt kommt dann hinzu, dass eine ultraleichte Geldpolitik nicht nur zu Fehlinvestitionen im realwirtschaftlichen Sektor, sondern auch zu einer Gefahr für die Preisstabilität werden kann (vgl. Herz, 2013). Der IMF gibt sich hier relativ gelassen: „Looking to the future, our analysis suggests that ongoing monetary accommodation is unlikely to have sig-

nificant inflationary consequences, as long as inflation expectations remain anchored (IMF, 2013 f, S. 79).“

Der Verlust von Preisstabilität würde *viertens*, so wird argumentiert, auch zu einer regressiven Umverteilung von Einkommen und Vermögen führen. Spätestens an dieser Stelle wird dann deutlich, dass die unkonventionellen monetären Maßnahmen auch ein Politikum darstellen. So haben die unkonventionellen Maßnahmen nicht nur zu Bilanz- und Reputationsrisiken für die EZB geführt. Vielmehr haben sie auch die Grenzen der monetären Politik zur Verteilungs- und Finanzpolitik verwischt. Weidmann hat sogar von einer „Verstrickung mit der Politik“ (Weidmann, 2012 c) gesprochen, die es schwer mache, dass sich die Notenbank auf ihre eigenen Ziele konzentriere. Pointierter kann man die Gefahren für eine Überforderung der Zentralbanken im Krisenmanagement durch den Übergang von der policy zu politics kaum ausdrücken. Diese Gefahren können bis zur Gefährdung der Zentralbankunabhängigkeit heranreichen.

Schließlich ist *fünftens* auch noch ins Bild zu nehmen, dass mit der aggressiven Bekämpfung einer Finanzkrise durch die Geldpolitik erhebliche Wechselkurseffekte einhergehen können.

Zusätzlich zu den Nebenwirkungen der ultraleichten Geldpolitik ist natürlich auch noch auf den schwierigen Exit aus dieser Politik zu achten: „In effect, central banks could face a difficult choice between exit that is associated with excessive inflation and exit that unsettles financial markets (IMF, 2013 f, S. 18).“

Nimmt man die ökonomische, rechtliche und politische Brisanz der unkonventionellen Geldpolitik im Krisenmanagement der EZB nun noch einmal insgesamt in den Blick, dann stellt sich *rückwärtsgewandt* gewiss auch die Frage, ob die geschilderten Entwicklungen allein „Früchte der Krise“ sind, oder ob möglicherweise einige der Probleme in der Geldpolitik auch ohne die Krise aufgetreten wären. Diese Frage kann hier nicht weiter vertieft werden. Aber im Vorübergehen sei doch zumindest angemerkt, dass es konkrete Warnungen vor einer „Denaturierung der Geldpolitik“ in der Europäischen Währungsunion schon Jahrzehnte vor der Schaffung des Euro gegeben hat. „Wenn man die Schwierigkeiten vermeiden will, die aus einer währungs- und geldpolitischen Integration entstehen könnten, empfiehlt es sich, eine wirtschaftspolitische Konzeption zu entwickeln, die die Geldpolitik auch in Zukunft nicht mit Problemen überfrachtet, die – wenn überhaupt – eher von anderen politischen Instanzen gelöst werden können. Soll verhindert werden, dass die Geldpolitik durch den Aufbau einer europäischen Währungsunion in bedenkliches Fahrwasser gerät, so muss das strukturelle Gefälle innerhalb der Europäischen Gemeinschaft vor allem mit Hilfe der Finanzpolitik abgebaut werden. Anderenfalls geriete auch die Geldpolitik unter die Fittiche der Strukturlenker (Remsperger, 1979).“

Nach diesem Blick zurück ist es nunmehr an der Zeit, die Rolle der präventiven Finanzstabilitätspolitik vor dem Hintergrund der Erfahrungen im Krisenmanagement zukunftsorientiert zu erörtern. Dazu gehören die beiden Baustellen „makroprudenzielle Überwachung“ und

„Bankenaufsicht bei der EZB “. Aber ebenso geht es um die Frage nach einem grundlegenden Umbau der Geldpolitik. Sie soll hier zuerst erörtert werden.

2. Baustelle: „Neue Normalität“ in der Geldpolitik

Vorschläge zu einem grundlegenden Umbau der Geldpolitik für das Zeitalter nach der Finanzkrise (vgl. Reichlin and Baldwin, 2013), das häufig auch als „neue Normalität“ bezeichnet wird, gibt es zuhauf. Einige davon sind recht kritisch zu sehen. Allerdings ist auch verständlich, warum sie so aufmerksam registriert werden. Weidenfeld beklagt ganz allgemein, dass das Krisenmanagement zum eigentlichen Inhalt und zum Erscheinungsbild der Politik geworden sei (Weidenfeld, 2013).

Da dies in gewisser Weise auch für die Geldpolitik zutrifft, ist Braasch zuzustimmen, wenn er festhält „(that) central banks may need to become more forthright than in the past in discussing how they see their principal and long-term role after the financial crisis. Otherwise they may find themselves gradually wrapped in a cocoon where the status quo in monetary conditions is expected moving forwards - ensuring central banks remain permanently overburdened (Braasch, 2013).“ Oder, um es mit den Worten von Issing und Wieland auszudrücken: „Certainly, all central banks have to reconsider the policy strategies they pursued prior to the crisis and assess whether these strategies are still appropriate for the future (Issing, Wieland, 2012, S. 23).“

Nur in Klammern sei hinzugefügt, dass man auch danach fragen kann, ob das Krisenmanagement insgesamt, das ja weit über die Geldpolitik hinausgeht, zu einer neuen Normalität im institutionellen Gefüge Europas geführt hat. „A series of decisions taken at crisis summits massively centralised EU executive power over national economic policymaking. These decisions also shifted the institutional power balance – strengthening the European Council’s role as top executive power and diminishing the European’s Commission traditional role as agenda setter and initiator of legislation. The Commission, however, has seen an important bolstering of its role in surveillance and rule enforcement (S. Micossi, 2013, S. 1).“

Prägend für die Geldordnung ist der Grad der Unabhängigkeit der Zentralbank und ihre monetäre Strategie, die die Ziel- mit der Instrumentenebene verknüpft. Schaut man sich die Veröffentlichungen zu einem Umbau der Geldpolitik oder zu einer neuen Geldordnung etwas genauer und – wie einzuräumen ist - durchaus wertend an, dann stößt man dort unter anderem auch auf drei bedenkliche Tendenzen.

Erstens ist auf dem rechtlichen und politischen Prüfstand zu beobachten, dass die Unabhängigkeit der Zentralbank in der Geldpolitik relativiert wird. Das zeigen nicht nur Stimmen in der Wissenschaft (Stiglitz , 2013; McCulley, Poszar, 2013), sondern auch konkrete Beispiele in der Praxis. Dazu gehört Japan, dessen Zentralbank durch den neuen Ministerpräsidenten unter erheblichen politischen Druck geraten ist. Krugman äußerte sich darüber erfreut: „Mr. Abe is breaking with a bad orthodoxy. And if he succeeds, something remarkable may be

about to happen: Japan, which pioneered economics of stagnation, may also end up showing the rest of us the way out (Krugman, 2013).“ Am 4. April 2013 hat die Zentralbank von Japan dann auch bereits das geliefert, was die Politik von ihr verlangte, nämlich den Übergang zu einer ausgesprochen aggressiven Lockerung der Geldpolitik. Innerhalb von zwei Jahren will die Bank von Japan die Geldbasis verdoppeln (Financial Times , 2013).

Zweitens werden viele Beobachter auf dem „Prüfstand Ökonomie“ den Kopf schütteln, wenn sie feststellen, dass einigen unkonventionellen geldpolitischen Instrumenten, die im Krisenmanagement der Zentralbanken eingesetzt wurden, eine dauerhafte Rolle bei der Liquiditätsversorgung zugeschrieben wird. So verbirgt sich hinter dem Begriff „overt money finance“, den Turner in einem viel beachteten Referat nutzt (vgl. Turner, 2013, S. 2), nichts anderes als die Schöpfung von Zentralbankgeld über die Finanzierung öffentlicher Defizite. Das aber wäre äußerst problematisch, weil die Finanzierung des Staatshaushalts über die Zentralbank dauerhaft etabliert und die Geldpolitik zum Politikum würde. Maßnahmen, die im Krisenmanagement vielleicht gerade noch akzeptiert werden können, sollten nicht zur Dauereinrichtung werden. Letztlich gefährden sie die Unabhängigkeit der Notenbanken und die Preisstabilität.

Ebenfalls vom Prüfstand der Ökonomie aus betrachtet, fällt *drittens* schließlich die Forderung auf, der Geldpolitik neben der Preisstabilisierung auch realwirtschaftliche Ziele aufzulegen oder diese zu bekräftigen und zu konkretisieren, wenn sie bereits zum Zielkatalog der Zentralbank gehören. Mit *multiplen Zielen*, so wird diese Tendenz gelegentlich auch beschrieben, entferne man sich - funktionell betrachtet - unter anderem vom Inflation Targeting, das vor der Finanzkrise ein weit verbreitetes Paradigma in der Geldpolitik darstellte. Aus institutioneller Sicht führten multiple Ziele zwangsläufig zur Einschränkung der Unabhängigkeit von Zentralbanken (Blejer, 2013).

Die Skepsis gegenüber der Inklusion realwirtschaftlicher Ziele hat Goodhart meines Erachtens treffend formuliert: „The fear is ... that central bankers will be acting contrary to everything learnt, painfully, in the 1970s. They will be relating monetary management to real variables on a longer-term basis. In the end, any short-term benefit will be dwarfed by the long-run pain as they push inflation higher in the vain pursuit of a real economic objective (Goodhart, 2013, S. 22).“

Vor diesem Hintergrund kritisiert Goodhart nicht nur die immer wieder vorgeschlagene Steuerung des nominellen Inlandsprodukts, sondern zugleich auch den neuen Ansatz der amerikanischen Notenbank. Sie mache ihre Politik durch die Formulierung von konkreten Schwellenwerten für die Arbeitslosenquote noch mehr als zuvor von der Entwicklung am Arbeitsmarkt abhängig. Selbst amerikanische Notenbanker haben mit Blick auf diese neue Strategie gefragt, ob sich die Fed nicht überhebe und sich selbst überfordere, weil es zweifelhaft sei, dass die Arbeitslosigkeit durch eine expansive Geldpolitik dauerhaft vermindert werden könne.

Finanzstabilität

Hinzu kommt (Mayer 2013), dass die Aufnahme eines Schwellenwertes für die Arbeitslosenquote jene Aufmerksamkeit absorbiert, die eigentlich dem Kredit- und Finanzzyklus und damit der Finanzstabilität gebührt. Darauf hat Borio in vielen Studien aufmerksam gemacht. „It is necessary to adopt strategies that allow central banks to tighten so as to lean against the build-up of financial imbalances *even if* near-term inflation remains subdued ... - what might be called the “lean option”(Borio, 2013, S. 14).“ Auch Caruana misst der Geldpolitik eine aktive Rolle bei der Bekämpfung systemischer Risiken bei: „... the maintenance of financial stability is too big a burden to rest exclusively on prudential policies, macroprudential included (Caruana, 2011).“ Das gelte gerade dann, wenn sich zeigen sollte, dass der Einsatz spezieller makroprudenzieller Instrumente an politische Grenzen stößt. Kurz gefasst und wiederum in Anlehnung an Borio heißt all das, dass die Rolle der Geldpolitik so bedeutend ist, dass sie auch für die Finanzstabilität genutzt werden sollte.

Konzeptionell ließe sich das wohl am ehesten bewerkstelligen (vgl. Remsperger, 2011 b, S. 8), wenn die Geldpolitik über den Finanzzyklus hinweg symmetrisch ausgerichtet ist und die Kreditströme neben der Geldmenge als wichtiges analytisches Bindeglied zwischen Preis- und Finanzstabilität verstanden werden. Hier sind meines Erachtens aber zwei wichtige Aspekte zu beachten. Erstens ist noch genauer zu erforschen, wie sich der Preis- und der Finanzzyklus zueinander verhalten. Wenn sie nicht synchron verlaufen, könnten sich in der Geldpolitik zusätzliche schwierige Entscheidungsprobleme stellen. Zweitens kann die Geldpolitik gerade in einem gemeinsamen, aber strukturell differenzierten Währungsraum kaum als primäres Instrument zur Bekämpfung systemischer Risiken herangezogen werden. Damit würde sie überfordert. Während die Geldpolitik nämlich für den gesamten Währungsraum konzipiert werden muss, können die Risiken für das Finanzsystem in diesem Raum erheblich streuen.

Mit anderen Worten bedeutet dies, dass man zur Begrenzung systemischer Risiken in besonderer Weise darauf angewiesen ist, auch Instrumente anzuwenden, die jenseits der Geldpolitik liegen. „The emerging paradigm acknowledges that monetary policy is not well suited for assuring financial stability. Instead macroprudential tools should aim to address financial distortions that may lead to a build-up of systemic risk (IMF, 2013 a, S. 21).“ Dabei geht es vor allem um *regulatorische* Maßnahmen, die unmittelbar am Finanzgewerbe ansetzen und makroprudenziell genutzt werden. Institutionell betrachtet blitzt damit schon hier die Frage auf, ob man den Zentralbanken zusätzlich zu ihrer Kompetenz für die Geldpolitik auch die Zuständigkeit für die makroprudenzielle Politik mit einem *eigens dafür konzipierten Instrumentarium* geben soll.

3. Baustelle: Makroprudenzielle Politik

Zum besseren Verständnis der makroprudenziellen Politik (Remsperger 2011 a) sei zunächst an die traditionelle Einteilung der Wirtschaftspolitik in Ziele, Instrumente und Träger erinnert. Die folgenden Überlegungen werden zeigen, dass die makroprudenzielle Politik auf jede dieser drei Ebenen äußerst komplex ist. Thesenförmig könnte man deswegen auch von „Komplexität hoch 3“ sprechen.

Der Schwerpunkt der folgenden Überlegungen liegt zwar auf den Instrumenten und den Trägern der Wirtschaftspolitik. Doch sei gerade unter dem Aspekt einer möglichen Überforderung von Zentralbanken vorweg betont, dass bereits das Ziel der makroprudenziellen Politik, nämlich die Begrenzung systemischer Risiken zur Bewahrung oder Wiedergewinnung der Stabilität im Finanzsektor, sehr komplex und nur schwer definier- und messbar ist: „While there is a broad literature on the definition of price stability, „financial stability“ as a goal for the central bank remains a vague concept (Issing, 2012, S. 8).“ „The measurement of systemic risk continues to proceed without a comprehensive operational definition (Agur and Sharma, 2013, S. 6)“.

Werden also Zentralbanken mit der makroprudenziellen Politik betraut, wird ihre Arbeit nicht allein dadurch komplexer, dass sie eine zusätzliche Aufgabe erhalten. Vielmehr kommt hinzu, dass diese Aufgabe für sich genommen wohl noch komplexer ist als die Preisstabilisierung, die allerdings ohnehin schon einen hohen Komplexitätsgrad aufweist (Orphanides, Wieland, 2013).

Die Komplexität der makroprudenziellen Politik beginnt bereits damit, dass sich das Systemrisiko aus zwei ganz verschiedenen Blickwinkeln betrachten lässt: Während aus der strukturellen Perspektive die Verflechtungen und Ansteckungseffekte innerhalb des Finanzsektors im Mittelpunkt stehen, hier spricht man auch von der Querschnittsdimension des systemischen Risikos, richtet sich das Augenmerk im zyklisch-zeitlichen Blickwinkel auf jene Risiken, die mit dem Auf und Ab im Finanzzyklus verbunden sind.

Aus diesen beiden Perspektiven lässt sich dann auch eine Zweiteilung der Instrumente für die Finanzstabilitätspolitik ableiten (vgl. Dombret, 2012, S. 9-10); vgl. Remsperger, 2011 b). Sie sind der makroprudenziellen *Strukturpolitik* zuzuordnen, wenn sie auf die Querschnittsdimension des systemischen Risikos ausgerichtet sind. Dagegen zielen die Werkzeuge der makroprudenziellen *Prozesspolitik* auf die zyklisch-zeitliche Komponente der Systemrisiken. Wegen ihrer Nähe zur Geldpolitik konzentrieren wir uns im Folgenden zunächst auf diese makroprudenzielle *Prozesspolitik*. Doch sei bereits an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass die EZB über den geplanten einheitlichen Aufsichtsmechanismus und die Bundesbank über ihre hervorgehobene Rolle im Ausschuss für Finanzstabilität darüber hinaus auch in die makroprudenzielle *Strukturpolitik* einbezogen sind.

Instrumente makroprudenzieller Prozesspolitik auf dem ökonomischen Prüfstand

Die Fäden der Geldpolitik und der makroprudenziellen Prozesspolitik berühren sich funktionell gesehen auf der operativen Ebene und institutionell in den Bankbilanzen. Insofern mag auch viel dafür sprechen, zumindest einige dieser Fäden durch Zentralbanken ziehen zu lassen. Dabei darf man aber einen gravierenden Unterschied zwischen der operativen Geldpolitik und der operativen makroprudenziellen Politik nicht übersehen. Während die Geldpolitik - vom Krisenmanagement einmal abgesehen - inzwischen fast ausschließlich mit dem Zins operiert, dürfte die makroprudenzielle Prozesspolitik immer erst vor der schwierigen Frage stehen, welches Instrument überhaupt eingesetzt werden soll.

Die potenziellen Instrumente zur makroprudenziellen Prozesspolitik haben zwar ein gemeinsames Ziel, nämlich den Aufschwung im Finanzzyklus zu zügeln und den Abschwung zu mildern, doch zeichnen sie sich durch eine bemerkenswerte Vielfalt aus (Committee on the Global Financial System, 2012). Die Deutsche Bundesbank listet in einem Überblicksaufsatz ganz verschiedene Instrumentengruppen mit ihren Vor- und Nachteilen auf (vgl. Deutsche Bundesbank, 2013, S.52-55). Auf der einen Seite ist diese Vielfalt zu begrüßen, weil sie prinzipiell eine ursachenadäquate Politik erleichtert. Auf der anderen Seite kann sich die instrumentelle Komplexität für die Entscheidungsträger aber auch als eine Bürde herausstellen. Die Auswahl eines Instrumentes könnte sich nämlich schon allein deswegen als quälend und langwierig erweisen und letztlich zum Politikum werden, weil damit zu rechnen ist, dass die einzelnen Maßnahmen jeweils ganz unterschiedliche Betroffenheiten und Ausweichreaktionen sowie möglicherweise sogar Widerstände auslösen.

So setzen beispielsweise einkommensabhängige Kreditaufnahmebeschränkungen oder zeitlich variable Beleihungsobergrenzen für Immobilien direkt bei den *privaten Haushalten* an. Andere Instrumente zielen auf die Bilanzen der *Banken*. Dabei spielt das Eigenkapital für die Leverage-Ratio und den antizyklischen Kapitalpuffer eine besondere Rolle. Zu ihren „Konkurrenten“ gehören Abgaben auf volatile Bankeinlagen und Obergrenzen für die Bankkredite sowie sektorale Risikogewichte für Ausleihungen an bestimmte Wirtschaftssektoren. Darüber hinaus sind natürlich auch Vorgaben zur Liquidität und zur Refinanzierung von Banken als potenzielle makroprudenzielle Instrumente zu erwähnen.

Ein Teil der Instrumente zur Begrenzung der zyklischen Dimension des Systemrisikos erinnert durchaus an eine mit Mengenbeschränkungen arbeitende administrative Geldpolitik, die in Industrieländern eher selten geworden ist. Es werden sogar Erinnerungen an Aktiva-Zuwachsreserven und Kreditplafondierungen wach, die in den frühen 1970er Jahren zur Schärfung des Instrumentariums der Bundesbank diskutiert, aber nicht eingeführt wurden. Ihre Brisanz ergab sich aus der Nähe zur sektoralen Wirtschaftspolitik. Aus dieser Sicht kann der Begriff *makroprudenzielle* Politik sogar falsche Vorstellungen wecken. Oft nämlich dürfte es sich eher um eine Politik handeln, die sektoral oder sogar auf der Mikroebene eingreift.

Viele der sogenannten makroprudenziellen Instrumente sind nämlich auf die gleichzeitige Anpassung bankaufsichtlicher und damit mikroprudenzieller Vorschriften angewiesen

(Remsperger, 2011 a). Dafür existieren aber derzeit noch nicht überall die notwendigen und hinreichenden Voraussetzungen. In der Europäischen Union sollen eine Reihe von makroprudenziellen Instrumenten nach dem Inkrafttreten der Capital Requirement-Verordnung und der nationalen Umsetzung der CRD IV-Richtlinie – in Deutschland muss für die Richtlinien-Umsetzung das Kreditwesengesetz geändert werden - zur Verfügung stehen. Mit der Verabschiedung des CRD IV-Pakets sind diese Instrumente prinzipiell ab 2014 einsetzbar. Es ist jedoch auf die Übergangsvorschriften zu achten. So soll der antizyklische Kapitalpuffer erst ab 2016 bis 2019 schrittweise eingeführt werden. Für andere makroprudenzielle Instrumente, die in der alleinigen Verantwortung der einzelnen Länder bleiben sollen, müssten die rechtlichen Grundlagen auf nationaler Ebene erst noch geschaffen werden. Das gilt beispielsweise für Beleihungsobergrenzen.

All das zeigt, dass auf der Baustelle der makroprudenziellen Politik weiterhin kräftig gearbeitet werden muss. Hier ist aber nicht nur die Politik, sondern weiterhin auch die Wissenschaft gefordert. Die Forschung über die Effekte einer makroprudenziellen Politik befindet sich noch immer in einer frühen Phase. Das gilt für viele der einzelnen Instrumente. Doch besonders trifft das für die Wirkungen des gleichzeitigen Einsatzes mehrerer makroprudenzieller Instrumente zu (vgl. Goodhart et al, 2013, S. 130).

Deswegen habe ich auch erhebliche Zweifel an einem Ansatz des policy mix, den der IWF in seinem jüngsten Global Financial Stability Report vertritt. Danach sollen die mikro- und makroprudenziellen Instrumente unter anderem auch eingesetzt werden, um einer expansiven Geldpolitik den notwendigen Spielraum für die Unterstützung makroökonomischer Ziele zu verschaffen (IMF, 2013 e, S. 1). Meines Erachtens setzt dies Steuerungskapazitäten voraus, die in der Praxis gar nicht existieren.

Interessanterweise wird in einer Stabs-Studie des IWF sehr deutlich auf diese begrenzten Steuerungsmöglichkeiten hingewiesen (O. Blanchard et al, 2013, S. 3): „Macprudential tools may provide a new policy lever to curb dangerous booms and contain imbalances. But evidence about their effectiveness is mixed and we are a long way from knowing how to use them reliably. Their relation with other policies is not yet fully understood; they are fraught with complicated political economy issues; and there is little consensus on how to organize their governance.“

Unbestritten ist wohl, dass es kaum Instrumente gibt, die den Finanzzyklus ganz automatisch glätten. Auch beim antizyklischen Kapitalpuffer sind diskretionäre Handgriffe nötig. Hier wären dann zunächst einmal all die Messprobleme zu überwinden, die in der makroprudenziellen Prozesspolitik noch viel größer erscheinen als in der Geldpolitik. Ob sich die Hand nach der Überwindung der Messprobleme am Ende tatsächlich rührt, um das Auf und Ab im Finanzzyklus zu dämpfen, hängt nicht zuletzt davon ab, wie sich die Trägerschaft der makroprudenziellen Politik zusammensetzt und wie groß der Druck spezieller Interessensgruppen auf die Träger der Politik ist, nicht zu handeln.

Bevor wir im nächsten Schritt explizit auf die Träger der makroprudenziellen Politik näher eingehen, sei gleichsam als Zwischenfazit festgehalten, dass die funktionelle Komplexität einer makroprudenziellen Prozesspolitik auf der Ziel- und Instrumentenebene so groß ist, dass sie durchaus das Risiko birgt, Zentralbanken zu überfordern. Um diese Überforderung zu begrenzen, empfiehlt es sich, eher nach einer Reduktion als nach einer Ausweitung des makroprudenziellen Werkzeugkastens Ausschau zu halten. Weniger kann hier mehr sein. Außerdem kommt es – wie Admati und Hellwig zu Recht betonen - entscheidend darauf an, das Finanzsystem durch eine höhere Eigenkapitalausstattung robuster zu machen (Admati, Hellwig, 2013). Aus meiner Sicht gebührt der makroprudenziellen Strukturpolitik Vorrang vor der makroprudenziellen Prozesspolitik.

Im institutionellen Labyrinth der makroprudenziellen Politik

Bewegt man sich auf der Baustelle der makroprudenziellen Politik von den inhaltlichen Aspekten zu den prozeduralen und institutionellen Gesichtspunkten, stellt sich mit Blick auf den gegenwärtigen Befund und die vorgesehenen Veränderungen in Europa eine ähnliche Frage wie die, die Haldane (Haldane, 2012) in der Regulierungsdebatte aufgeworfen hat: Erfordern komplexe Probleme wirklich stets komplexe Lösungen? Muss also die Verteilung der Zuständigkeiten in der makroprudenziellen Politik notwendigerweise verschlungen sein? *Jedenfalls steht die sich derzeit teilweise noch vergrößernde institutionelle Komplexität der makroprudenziellen Politik ihrer funktionellen Komplexität um nichts nach.*

Und man fragt sich zugleich, ob die institutionelle Komplexität der makroprudenziellen Politik am Ende dazu führt, dass sich ein erheblicher Teil der Arbeit der Zentralbanken und der anderen makroprudenziellen Entscheidungsträger in einer Vielzahl von Gremien ständig wiederholt und sich damit vielleicht sogar teilweise repetitiv erschöpft. Auf alle diese Fragen gibt es bisher noch keine klaren Antworten. „While much has been written on the Single Supervisory Mechanism, it is not yet clear which body can best execute the new strategy for macroprudential policy (Schoenmaker, 2012).“

Zur Illustration des institutionellen Labyrinths in der makroprudenziellen Politik sei zunächst hervorgehoben, dass sich diese Politik auch aus deutscher Sicht nicht nur im neu geschaffenen Ausschuss für Finanzstabilität formiert. Vielmehr sind der European Systemic Risk Board (ESRB) in der Europäischen Union (Remsperger 2010) und der international organisierte Financial Stability Board von ebenso großer Bedeutung. Darüber hinaus kommt die EZB mit dem vorgesehenen einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) jetzt zusätzlich ins Spiel.

Der SSM, der über eine Verordnung errichtet werden soll, schillert nämlich nicht nur mikro-, sondern auch makroprudenziell. Auf seine mikroprudenzielle Seite ist später noch näher einzugehen. Doch sei an dieser Stelle bereits betont, mit welchem Nachdruck die EZB den einheitlichen Aufsichtsmechanismus nicht nur mikro-, sondern auch makroprudenziell interpre-

tiert (vgl. European Central Bank, 2013 a, S.44). Vereinfacht ausgedrückt, betrachtet die EZB die Instituts- und die Systemaufsicht als eine Einheit. Ihr Vizepräsident hat das in die folgenden Worte gekleidet: „The SSM, with the ECB at its centre, is entrusted with an extensive set of macro-prudential powers, covering all key tasks relating to the prudential supervision of credit institutions. The inclusion of macro-prudential powers is a key element because as shown by the crisis, macro- and micro risks can actually be mutually reinforcing (Constancio, 2013).“ Mersch drückt die gleiche Positionierung so aus: “An important feature of the SSM Regulation is that the ECB may, if deemed necessary, also apply macro-prudential measures (Mersch, 2013 a).“

Meines Erachtens sind aber viele Zutaten für eine Überforderung der EZB gegeben, wenn sich unter ihrem Dach schon bald die Zuständigkeit für die Geldpolitik mit wichtigen Teilkompetenzen in der makroprudenziellen Überwachung und in der Bankenaufsicht ballt. Selbst der IMF (vgl. IMF, 2013 a, S. 20), sieht inzwischen die Risiken einer solchen Machtkonzentration deutlicher als zuvor.

Die Bundesbank hatte bereits in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2012 klar zu verstehen gegeben, dass eine vollständige Übertragung makroprudenzieller Befugnisse auf eine europäische Stelle abzulehnen wäre; regional und sektoral differenzierte makroprudenzielle Instrumente müssten bereitstehen, „um systemischen Risiken begegnen zu können (Deutsche Bundesbank, 2012, S. 86).“

Nach dem Stand des Verordnungsentwurfs zum SSM von Ende März 2013 soll die EZB das Recht haben, makroprudenziell zu handeln, wenn die nationalen Stellen trotz eines Handlungsbedarfs untätig bleiben. Die EZB darf die makroprudenziellen Instrumente dabei nur strenger als die nationalen Stellen einsetzen. Zugleich nimmt die SSM-Verordnung aber auch Bezug auf das Europäische System der Finanzaufsicht, zu dem auch der ESRB gehört. So soll der ESRB nicht nur dazu beitragen, Regulierungsarbitrage zu vermeiden. Vielmehr soll er auch eine Koordinierungsrolle für den Einsatz des antizyklischen Kapitalpuffers erhalten. Vermutlich wird auch der einheitliche europäische Aufsichtsmechanismus nicht ohne einen eigenen Koordinierungsrahmen auskommen, weil sowohl auf der nationalen als auch auf der EZB-Ebene makroprudenzielle Entscheidungsbefugnisse bestehen.

Wo die Grenzlinien zwischen den nationalen und supranationalen Zuständigkeiten im Einzelfall konkret zu ziehen sind, ist derzeit schwer zu sagen, zumal auf der *EU-Ebene* kein klares makroprudenzielles Mandat existiert (Knot, 2013). Gerade deswegen gehört auf den Prüfständen dieses institutionellen Labyrinths wohl nicht viel Mut zur Bekräftigung der Aussage, *dass die Verfahren zur Entscheidungsfindung in der makroprudenziellen Politik ebenso komplex sind wie die materiellen Entscheidungen darüber, welches Instrument mit welcher Dosis zur Begrenzung des Systemrisikos eingesetzt werden soll. Die institutionelle Komplexität erhöht sich sogar noch, wenn man zusätzlich noch die Entscheidungsprozeduren innerhalb Deutschlands explizit berücksichtigt (Remsperger 2012 a, b).*

Nach dem Finanzstabilitätsgesetz hat die Bundesbank in Deutschland seit Anfang 2013 das Mandat, zur Finanzstabilität beizutragen. Durch ihre Analysen soll sie frühzeitig Systemrisiken identifizieren und gegebenenfalls Vorschläge zur Warnung vor diesen Risiken oder auch Empfehlungen zur Risikoabwehr erarbeiten. Die Entscheidungen über die Vorschläge, die sich vor allem an die Bundesregierung oder an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) richten, trifft ein Ausschuss für Finanzstabilität beim Bundesfinanzministerium. Er dient der Krisenbewältigung, vor allem jedoch der Krisenvermeidung.

Der Ausschuss besteht aus zehn Mitgliedern. Drei Mitglieder werden vom Bundesfinanzministerium entsandt. Dazu gehören auch der Vorsitzende des Ausschusses und sein Stellvertreter. Die Bundesbank und die BaFin sind ebenfalls mit jeweils drei Mitgliedern repräsentiert. Nicht stimmberechtigt ist der Sprecher der Finanzmarktstabilisierungsanstalt. Bei Entscheidungen über die Herausgabe von Warnungen und Empfehlungen und deren Veröffentlichung hat die Bundesbank ein Veto-Recht.

Nun könnte man einwenden, dass solche Warnungen und Empfehlungen doch nur weiche makroprudenzielle Instrumente darstellen. Wenn man dann allerdings berücksichtigt, dass im Ausschuss für Finanzstabilität die Vertreter der Bundesbank, des Bundesfinanzministeriums und der BaFin stimmberechtigt sind und die Empfehlungen und Warnungen wiederum in erster Linie an die BaFin und die Bundesregierung gehen, dann sind die Empfehlungen schon fast wie gefühlte Anweisungen zu verstehen. Der Adressat einer Empfehlung hat dem Ausschuss in angemessener Frist mitzuteilen, wie er diese umsetzt.

Wegen der besonderen Zusammensetzung des Ausschusses für Finanzstabilität und seiner „Normadressaten“ ist in Empfehlungen also weit mehr zu sehen als eine bloße Verhaltensbeeinflussung. Nicht unbedingt personell, aber doch institutionell dürften die Adressaten von Empfehlungen nämlich häufig zugleich an ihrer Entstehung im Ausschuss für Finanzstabilität mitgewirkt haben. *So gesehen gleicht diese institutionelle Ordnung einem ausgeklügelten selbstreferentiellen System. Es bewahrt die Unabhängigkeit der Bundesbank, bringt sie aber in die Nähe anderer politischer Institutionen.*

Das Bundesministerium der Finanzen stellt den Vorsitzenden im Ausschuss für Finanzstabilität. Eine starke Rolle des Finanzministeriums könnte aber, so wird gelegentlich argumentiert, zu einer politischen Vereinnahmung der makroprudenziellen Überwachung führen und die Bereitschaft zum Handeln schmälern. Es gibt auch Experten (IMF, 2011, S. 40), die ganz generell für eine entpolitisierte makroprudenzielle Politik plädieren. Nun darf man aber unter den institutionellen Verhältnissen in Deutschland daran zweifeln, ob makroprudenzielle Instrumente, die gegebenenfalls auch in die sektorale Wirtschaftsstruktur eingreifen müssen, ohne politisch-parlamentarische Legitimation eingesetzt werden sollten.

Vor diesem Hintergrund bleibt festzuhalten, dass die Bundesbank im Ausschuss für Finanzstabilität besonders stark gefordert würde, wenn sie zur Stabilisierung des Finanzsystems einmal nicht umhin käme, regulatorische Vorschläge zu unterbreiten, die auf die Vermeidung oder Begrenzung sektoraler finanzieller Ungleichgewichte zielen. Hier zeigt sich erneut,

dass in der makroprudenziellen Politik die Frage, „wer macht was?“, kaum von der schwierigen Wahl makroprudenzieller Instrumente zu trennen ist.

Deshalb verwundert es im Blick zurück auch ein wenig, dass sich die Debatte über die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland trotz ihrer politischen Dimension eher auf relativ enge Fachkreise konzentrierte. Möglicherweise blieb die Diskussion besonders deswegen über weite Strecken thematisch begrenzt, weil die potentielle Rolle der EZB für die System- und die Institutsaufsicht damals viel weniger als derzeit im Rampenlicht gestanden hat. Dabei wäre die Beziehung zwischen der Geldpolitik und der makroprudenziellen Überwachung für eine breitere Öffentlichkeit bestimmt ebenso spannend gewesen wie das Verhältnis zwischen der Geldpolitik und der mikroprudenziellen Bankenaufsicht. Außerdem hätte man sich intensiver um die Instrumente der makroprudenziellen Prozesspolitik kümmern müssen.

Immerhin können Interessenskonflikte für Zentralbanken auch zwischen der Geldpolitik und der makroprudenziellen Politik entstehen. Und Reputationsrisiken für Zentralbanken birgt nicht nur die Aufsicht über einzelne Banken, sondern auch die Aufsicht über das Finanzsystem.

4. Baustelle: Bankenaufsicht bei der EZB

Dass die vorgesehene Ansiedlung der mikroprudenziellen Aufsicht bei der EZB sofort heftig kritisiert worden ist (Engelen, 2012 a und b; Dübel, 2012), dürfte nicht zuletzt darauf zurückzuführen sein, dass die Zentralisierung der Bankenaufsicht von der Politik selbst als ein Beitrag zur Bewältigung der Finanz- und Schuldenkrise initiiert worden ist. Eine zentralisierte Bankenaufsicht könne, so wird häufig argumentiert, dazu beitragen, den Teufelskreis zwischen fallenden Banken und steigenden Staatsschulden zu durchbrechen.

Außerdem dürfte die Aufsichtsdebatte aber auch durch den schnellen Rückgriff auf bereits seit langem bekannte Argumentationsmuster beflügelt worden sein. Jedenfalls habe ich mich selbst wieder schnell an eigene Überlegungen zur „Subsidiarität in der Zentralbankpolitik“ (Remsperger 1994) und an einen kleinen Artikel erinnert, der 1990 unter dem Titel „Wohin mit der Bankenaufsicht?“ (Remsperger 1990) veröffentlicht worden ist. Darin hieß es: „Auf EG-Ebene gibt es Überlegungen, die künftige Europäische Zentralbank nicht nur mit geld-, sondern zugleich auch mit bankaufsichtspolitischen Befugnissen auszustatten. Darüber ist bisher fast ausschließlich in Fachgremien debattiert worden. Die Frage nach dem optimalen Standort der Bankenaufsicht erfordert jedoch schon deswegen eine über den stillen Experten-Diskurs hinausgehende öffentliche Auseinandersetzung, weil sie ... sich ohne politische Bewertungen gar nicht bündig beantworten lässt. Ob ... die Gewerbebehörde für die Kreditinstitute dezentral oder zentral organisiert werden soll, stellt ein ebenso heißes Politik-Eisen dar wie die Frage, ob die Bankenaufsicht in die Notenbank oder aber in eine eigene Behörde hineingehört.“

Rechtliche und politische Anbau-Probleme

Das heiße Eisen heißt jetzt „einheitlicher Aufsichtsmechanismus“. *Allerdings handelt es sich dabei genau genommen um alles andere als um einen „Mechanismus“, sondern um ein britisches Politikum. Seine Unterbringung in einem neu zu errichtenden Anbau auf dem Zentralbankgelnde wirft erhebliche Probleme auf.* Vor allem wäre es - wie die Bundesbank betont – „kontraproduktiv ... die einheitliche Aufsicht lediglich als Mittel zum Zweck zu errichten, um den Banken direkten Zugang zu ESM-Mitteln zu verschaffen (Deutsche Bundesbank 2013, S. 98).“ Wie groß dieses Politikum ist, zeigt sich auch in der Frage nach dem Umgang mit den Altlasten der Banken, also mit jenen Bankproblemen, die sich zum Teil schon lange vor der Errichtung eines einheitlichen Aufsichtsmechanismus aufgebaut haben. Es wird schwer sein, dafür Lösungen zu finden.

Nach dem gegenwärtigen Stand der Verhandlungen (Schneider, Mlbert, 2013) soll die EZB im kommenden Jahr die Gesamtverantwortung für einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus erhalten. Für die Aufsichtspraxis ist eine Zweiteilung vorgesehen. Danach bekommt die EZB eine umfassende Erstzustndigkeit in der Aufsicht für bedeutende Banken eines teilnehmenden Staates. Das sind Institute, die eines der folgenden drei Kriterien erfüllen: eine Bilanzsumme von mehr als 30 Mrd. Euro, Gesamtaktiva von mehr als 20 % des Bruttoinlandsprodukts ihres Sitzlandes, eine der drei größten Banken des Sitzlandes. Die EZB kann aber nach der SSM-Verordnung auch die Aufsicht über andere Banken auf sich ziehen, wenn dies für die Sicherstellung der kohärenten Anwendung hoher Aufsichtsstandards erforderlich ist. Die Primrzustndigkeit der EZB würde etwa 130 bis 150 Bankengruppen betreffen.

Im Folgenden sollen zunächst einige rechtliche und politische Probleme des einheitlichen Aufsichtsmechanismus aufgezeigt werden. Anschließend richtet sich das Augenmerk dann auf die ökonomischen Herausforderungen.

Das *erste* Problem des vorgesehenen Aufsichtsmechanismus, der bildlich gesprochen in einem Anbau bei der EZB angesiedelt werden soll, zeigt sich schon bei der Übertragung der Aufsichtsbefugnisse von der nationalen auf die europäische Ebene. Sie soll nämlich im Rahmen einer Verordnung nach Artikel 127, Absatz 6 AEUV erfolgen. Ob dieser Artikel eine ausreichende Grundlage für die Übertragung von nationalen Aufsichtsrechten an die EZB darstellt, ist jedoch umstritten (vgl. Eriksson, 2013, S. 27-29; vgl. Waldhoff, 2013, S. 315-317). Weidmann vertritt die Auffassung, dass eine tragfähigere Lösung über eine Änderung der EU-Verträge anzustreben sei (vgl. Weidmann, 2012 a). Auch Lautenschläger unterstreicht, dass für die europäische Bankenaufsicht zumindest mittelfristig ein besseres Fundament zu erstellen sei (vgl. Lautenschläger, 2013, S.5-6).

Speziell aus deutscher Sicht sei hinzugefügt, dass eine Zustimmung des Bundestages zu der Verordnung über den einheitlichen Aufsichtsmechanismus zwar grundsätzlich nicht notwendig ist. Auch aus dem Gesetz über die Zusammenarbeit von Bundesregierung und Deutschem Bundestag in Angelegenheiten der Europäischen Union lässt sich kein Zustimmungsgesetz ableiten.

erfordernis ableiten. Jedoch könnte unter Berufung auf Art. 23 des Grundgesetzes erwogen werden, die Übertragung von Aufsichtsrechten auf die EZB demokratisch zu legitimieren.

Das *zweite* Problem des geplanten Aufsichtsmechanismus betrifft die Entscheidungsstrukturen innerhalb der EZB (vgl. Ferran, E. and V.Babis, 2013, 12-19). Dabei ist stets als Hintergrund mit daran zu denken, dass es schon seit vielen Jahren kontrovers ist, welche Rolle die EZB in der Aufsicht spielen sollte (vgl. Remsperger, 1994, S 16-19). Entsprechend spiegelt der Artikel 25 der Satzung über das Europäische System der Zentralbanken und die EZB – ähnlich wie der Artikel 127, Absatz 6 AEUV – auch politische Kompromisse wider (vgl. Langner, 2013, S. 1161).

Um Interessenskonflikte zwischen der Geldpolitik der EZB und ihrer künftigen Aufsichtsfunktion zu vermeiden, soll in der EZB eine Chinesische Mauer errichtet werden. Ob dies mit der geplanten Architektur gelingen wird, kann wegen der „unklaren bzw. diffusen Verantwortlichkeiten“ (Paul, 2013; Speyer, 2012), die sich auf drei unterschiedlich zusammengesetzte Gremien verteilen, bezweifelt werden. Bei den drei Gremien handelt es sich um den neu zu schaffenden Rat der Aufseher, den EZB-Rat und eine Schlichtungsstelle.

Der Rat der Aufseher besteht aus dem Vorsitzenden, der nicht dem EZB-Rat angehören darf, seinem Stellvertreter, vier Vertretern der EZB sowie jeweils einem Repräsentanten der nationalen Aufsichtsstellen. Im Euroraum wären dies derzeit also 17 nationale Repräsentanten. Vorschläge für die Auswahl des Vorsitzenden und des stellvertretenden Vorsitzenden kann die EZB dem Europäischen Parlament zur Genehmigung unterbreiten. Nach Annahme des Vorschlags durch das Europäische Parlament soll der Rat der Staats- und Regierungschefs die Ernennungsentscheidung treffen. Der Stellvertreter im Rat der Aufseher ist aus den Mitgliedern des Direktoriums der EZB auszuwählen. Die erforderliche Zustimmung des Europäischen Parlaments wirft jedoch erhebliche Rechtsprobleme auf. Letztlich wird durch ein Veto-Recht des Europäischen Parlaments die unabhängige Aufgabenerfüllung des EZB-Direktoriums gefährdet (Mersch, 2013 b).

Was die Repräsentanten der nationalen Aufsichtsstellen im Rat der Aufseher betrifft, sei zunächst daran erinnert, dass die Bankenaufsicht im Euroraum in 10 von 17 Ländern direkt bei der Zentralbank liegt. In drei weiteren Ländern ist die Zentralbank in die Bankenaufsicht involviert. Dazu gehören Deutschland, Österreich und Frankreich, das einen gewissen Sonderfall bildet. Der Gouverneur der französischen Notenbank ist zugleich der Vorsitzende der Aufsichtsbehörde in Frankreich. Nur in vier Ländern (Estland, Finnland, Luxemburg und Malta) ist die Zentralbank nicht an der Aufsicht beteiligt.

Da die nationalen Zentralbanker zusammen mit den Repräsentanten der EZB die Mehrheit im Rat der Aufseher bilden, können sich bereits in diesem Gremium Interessenskonflikte zwischen Geldpolitik und Aufsicht bemerkbar machen. Aber natürlich stellt sie sich Frage nach der Trennung von Geldpolitik und Aufsicht besonders dann, wenn der EZB-Rat in Aufsichtsfragen anderer Auffassung ist als der Rat der Aufseher und die Schlichtungsstelle eingeschaltet werden muss.

Nach dem Stand von Ende März 2013 sollen die Aufsichtsentscheidungen im Rat der Aufseher vorbereitet werden. Beschlussvorschläge, die der Rat der Aufseher dem EZB-Rat vorlegt, kann dieser nur annehmen oder ablehnen, aber nicht verändern. Bei Ablehnung kommen die Vorschläge in eine Schlichtungsstelle. Sie besteht aus jeweils einem Vertreter der teilnehmenden Mitgliedstaaten, der entweder Mitglied des EZB-Rats oder des Rats der Aufseher ist. Die Schlichtungsstelle entscheidet mit einfacher Mehrheit. „Fraglich ist, inwiefern die Beschlüsse der Schlichtungsstelle verbindlich sein sollen und gegebenenfalls dennoch ein neues Entscheidungsgremium neben dem EZB-Rat geschaffen wird (Eriksson, 2013, S. 30-31).“ Der Wissenschaftliche Dienst des Bundestages hält dazu fest, dass die rechtlichen Fragen zur Einrichtung einer Schlichtungsstelle zwar nicht abschließend geklärt seien, doch läge die endgültige Entscheidungskompetenz beim EZB-Rat. Dies lasse daran zweifeln, „ob eine ausreichende Trennung von Aufsicht und Geldpolitik gewährleistet wird (Eriksson, 2013, S. 44).“

Nach Ansicht der Bundesbank werden die Verantwortlichkeiten durch die Schlichtungsstelle verwischt, so dass Weidmann (Weidmann, 2012 b) auch eher von einer japanischen Wand als von einer Chinesischen Mauer zwischen der Geldpolitik und der Aufsicht spricht. Die Entscheidungen des Vermittlungsausschusses könnten nicht bindend sein. Nach geltendem Recht müsse der EZB-Rat das letzte Wort haben.

Darüber hinaus weist Lautenschläger darauf hin, dass im Krisenfall drei Gremien unter höchstem Zeitdruck agieren müssten. Nach ihrer Auffassung ist es für die Aufsicht fatal, wenn mehrere glauben, sie seien für das Gleiche zuständig. „Oder wenn jeder denkt, der andere sei zuständig und eine Bank fällt dann durch den Aufsichtsrost (Lautenschläger, 2012, S. 26).“ Bei alledem kann man natürlich auch ganz generell nach der Bedeutung einer Chinesischen Mauer im Krisenfall fragen. Zumindest wird gelegentlich unterstrichen, dass es im Kopf des EZB-Präsidenten in der Krise überhaupt keine Chinesische Mauer zwischen Bankenaufsicht und Geldpolitik geben könne (Eijffinger, S. , R. Nijskens, 2012). Selbst dann, wenn Bankenaufsicht und Geldpolitik in zwei klar voneinander getrennten Institutionen agieren, kann es die Verantwortlichen für die Geldpolitik gewiss nicht unberührt lassen, wenn das Finanzsystem durch die Probleme bei Banken in Schwierigkeiten gerät.

Erstaunlicherweise wurde bisher in der Öffentlichkeit kaum problematisiert, dass im Rat der Aufseher bei der EZB neben den mikroprudenziellen offenbar auch makroprudenzielle Beschlussvorlagen erarbeitet werden sollen, die dann nach dem SSM-Verfahren an den EZB-Rat gehen. Während in Deutschland die Bundesbank im Entstehungsprozess makroprudenzieller Entscheidungen die zentrale Rolle spielt, würde in der EZB der Rat der Aufseher den Fahrersitz einnehmen. Allerdings dominieren dort rein zahlenmäßig – wie aufgezeigt worden ist – die Zentralbanker.

Das dritte Problem im vorgesehenen Aufsichtsmechanismus betrifft die Durchführung von aufsichtsrechtlichen Maßnahmen. Zur Einschätzung dieses Problems sei zunächst ausdrücklich betont, dass sich die Bankenaufsicht und die Geldpolitik in ihrer Rechtsnatur fundamental unterscheiden (Beck, Gros, 2012, S. 35): „supervision can require acts that directly

infringe the property rights of individuals and corporations. This implies that it must be possible to challenge supervisory decisions like the closure of a bank in the courts. Due process and clearly identifiable legal responsibilities are thus essential for supervision. By contrast, the typical monetary policy decisions like increasing interest rates or changing collateral requirements are not usually subject to any judicial review.”

Aus dem Blickwinkel der Haftung für Aufsichtsentscheidungen stellen sich auch für die EZB viele juristische Fragen, die bis jetzt nicht zufriedenstellend beantwortet worden sind. So sei besonders darauf hingewiesen, dass die Aufsicht Verstöße gegen Normen gerichtsfest ahnden können muss. Dazu gehört auch eine Abstimmung zwischen dem materiellen Aufsichtsrecht und dem Aufsichtsverfahrensrecht (Schneider, Mülbert, 2013). In diesem Zusammenhang hebt Lautenschläger hervor, dass bislang ein voll ausgebautes, genuin europäisches Verwaltungsrecht für EU-Institutionen fehle. Hier sei die Politik gefordert, „Abhilfe zu schaffen, und effektive und zugleich rechtlich tragfähige Lösungen zu entwickeln und zu implementieren (Lautenschläger, 2013, S. 4).“ Und Giegold hat gewiss Recht, wenn er feststellt, dass ein Binnenmarkt mit 27 Verwaltungsverfahren letztlich stets zu Schwierigkeiten führen müsse (Giegold, 2013).

Das *vierte* Problem betrifft die demokratische Legitimation von Aufsichtsentscheidungen oder die Pflicht, über sie Rechenschaft abzulegen. Hier spricht es gewiss Bände, dass als Adressaten der demokratischen Legitimationspflicht zahlreiche Institutionen in Frage kommen: das Europäische Parlament, die Finanzminister der am Aufsichtsmechanismus teilnehmenden Staaten, die Europäische Kommission und darüber hinaus auch die nationalen Parlamente. „The ECB will also be accountable to national parliaments (Mersch, 2013 a).“ *Die diffusen Verantwortlichkeiten im Entscheidungsprozess der einheitlichen Aufsicht gehen also mit einer Vielfalt der Adressaten im demokratischen Legitimationsprozess einher.*

Vor dem Hintergrund der aufgezeigten rechtlichen und politischen Probleme verdient die Erklärung der Mitgliedstaaten nach dem Informellen Ecofin-Treffen am 12. April 2013 besondere Aufmerksamkeit, denn sie zeigt die wohl besonders von deutscher Seite postulierte Notwendigkeit der Anpassung der EU-Verträge: „... Member States declare that they are also ready to work constructively on a proposal for Treaty change made in accordance with provisions of Article 48 TEU. Should Article 127 paragraph 6 TFEU or other relevant Treaty provisions be amended the current Regulation should, if necessary, be appropriately adjusted (Council of the European Union, 2013, S. 4).“

Ökonomische Probleme

Wenn wir nun fragen, ob die Etablierung eines einheitlichen Aufsichtsmechanismus bei der EZB zu deren ökonomischer Überforderung führen kann, sind im Kern zwei Analyseschritte zu unterscheiden. Während der erste Schritt von der nationalen auf die europäische Ebene führt, führt der zweite Schritt auf der europäischen Ebene zum Standort der EZB. Versucht

man die Meinungen dazu (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2012, S. 151-197) einmal zu bündeln, dann zeigt sich, dass für eine Europäisierung der Aufsicht viel Verständnis gezeigt wird. Dies gilt vor allem dann, wenn dieser Schritt durch einen europäischen Abwicklungsmechanismus begleitet würde. Im Gegensatz dazu wird die Lokalisierung der Aufsicht bei der EZB insgesamt recht skeptisch betrachtet.

Europäisierung

In der Begründung zu einer Europäisierung der Aufsicht spielen zwei Argumente eine zentrale Rolle. Das erste besagt, dass der SSM zu einem einheitlichen Binnenmarkt gehöre, zumal sich Probleme einer Bank in einem bestimmten Land in einem gemeinsamen Markt rasch auf andere Länder übertragen könnten. Viele Institute agierten ohnehin grenzüberschreitend. Es gibt allerdings auch Einwände gegen das sogenannte „level playing field“-Argument. So würden sich die nationalen Bankensysteme auch im gemeinsamen europäischen Binnenmarkt zum Teil noch deutlich unterscheiden. Die Kenntnis dieser nationalen Besonderheiten sei in der Aufsicht besonders wichtig.

Das zweite Argument pro Europäisierung der Bankenaufsicht bestreitet die Bedeutung solcher Kenntnisse nicht. Es bringt jedoch die Befürchtung zum Ausdruck, dass nationale Aufseher gegenüber den Banken ihres eigenen Landes eher zu nachsichtig seien. Eine derartige nationale Befangenheit könne zu erheblichen Problemen bei einzelnen Banken führen, die dann wiederum staatlich gestützt werden müssten, wobei sich der Staat zur Bankenhilfe möglicherweise sogar stark verschulden müsse. Dieser Teufelskreis zwischen Bankproblemen und Staatsverschuldung könne durch eine Zentralisierung der Aufsicht auf europäischer Ebene durchbrochen werden.

In Anlehnung an Vaubel (Vaubel, 2013) sollte man sich aber auch der Grenzen der Argumente pro Europäisierung der Aufsicht bewusst sein. Vor allem ist es nicht sicher, dass eine europäische Bankenaufsicht wirklich besser funktioniert als eine nationale. Auch eine zentralisierte Bankenaufsicht ist vermutlich vor einer regulatorischen Vereinnahmung nicht ganz gefeit.

Bei alledem sind natürlich auch die potenziellen fiskalischen Konsequenzen einer einheitlichen Aufsicht zu berücksichtigen (Allen et al, 2012). Man denke zum Beispiel an den Fall, dass die Aufsicht zum Ergebnis kommt, eine Bank sei abzuwickeln. Die Folgen, die daraus für die öffentlichen Finanzen entstehen, sind im Vergleich zu den fiskalischen Wirkungen der Geldpolitik viel direkter und konzentrierter: „All this makes it politically much more difficult to accept the fiscal consequences of supervision at both the national and EU level. The best way to deal with this issue would be to create a European resolution fund and regime (Beck, Gros, 2012, S. 35).“

Ohne ein Abwicklungs- und Restrukturierungsverfahren, so heißt es, würde die Bankenaufsicht überfordert, weil notwendige Entscheidungen kaum getroffen werden könnten (vgl. A.

Sapir, M. Hellwig, M. Pagano, 2012, S. 5-6). Ein Aufsichtsmechanismus ohne ein Abwicklungsregime, für das sich jetzt auch der Bundesbankpräsident ganz klar ausgesprochen hat (Weidmann, 2013), erscheint aus diesem Blickwinkel wie ein Torso. „Prevention without clear rules for endgame lacks bite (Dombret, Ebner, 2013, S. 20).“ So wird auch verständlich, was der IMF fordert: „The Single Resolution Mechanism should become operational at around the same time as the SSM becomes effective (IMF, 2013 d, S. 3).“ Einen guten Überblick über bestehende Abwicklungsregime gibt der Financial Stability Report in seiner Studie „Thematic Review on Resolution Regimes“ (Financial Stability Board, 2013).

Nur am Rande sei auch hier vermerkt, dass der Begriff *Mechanismus* für ein Abwicklungs- und Restrukturierungsregime genauso problematisch ist wie der schon zuvor kritisierte Begriff *Aufsichtsmechanismus*. Dass es nämlich nicht um Mechanismen, sondern um komplexe und brisante politische Prozesse geht, zeigt allein schon die Kritik am Vorschlag der EU-Kommission zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung von Banken und Wertpapierfirmen, der im Juni 2012 vorgelegt wurde. Sinn und Hau sprechen mit Blick auf den Kommissionsvorschlag zur Bankenabwicklung sogar von einem Brandkanal, „der es den Flammen ermöglicht, sich in die Budgets der noch gesunden Euroländer hineinzufressen (Sinn, H.-W, H. Hau, 2013).“

Gefahren für eine Überforderung der EZB

Zu einem europäischen Abwicklungsregime gehört auch eine europäische Abwicklungsbehörde. Allein schon um weitere Überforderungen zu vermeiden, sollte die EZB auf keinen Fall die Aufgaben einer Abwicklungsbehörde erhalten. Dafür müsste möglicherweise eine eigene Institution geschaffen werden. Ob dies wiederum eine Veränderung im europäischen Primärrecht erfordert, ist umstritten. Wäre dies aber notwendig, wie dies nicht zuletzt Bundesfinanzminister Schäuble sieht (vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2013, S. 17)), wird es nicht einfach sein, ein Abwicklungsregime zeitgleich mit der einheitlichen Aufsicht zu errichten. Die Bauzeiten könnten erheblich voneinander abweichen.

Aus ökonomischer Sicht stößt im Verhältnis zwischen Geldpolitik und Bankenaufsicht die Aussage „was nicht zusammenpasst, sollte auch nicht vereint agieren“, auf die Forderung, „lasst zusammenwachsen, was zusammengehört“. Im Lichte dieser Forderung ist es dann auch nur ein kleiner Schritt bis zu der These, dass die Aufsicht durch die EZB eine wichtige Voraussetzung für eine gute Geldpolitik darstelle (Coeuré, 2013). Unter anderem gelange die Zentralbank über die eigene Aufsicht an wichtige Informationen über die Banken, die dazu beitragen, die Geldpolitik besser zu gestalten.

Nun sei einmal dahingestellt, ob die EZB an diese Informationen möglicherweise auch dann herankäme, wenn sie nicht selbst in der Aufsicht aktiv ist. Vor allem erschließt sich nicht unmittelbar, warum einerseits der enge Verbund von Geldpolitik und Bankenaufsicht und andererseits zugleich die Bedeutung einer Chinesischen Mauer zwischen diesen Bereichen be-

tont wird. Dann ist es fast schon konsequenter, wenn man unter operativen Aspekten unterstreicht „... that separating the price stability function from the financial stability function at central banks is logically wrong (White, 2012, S. 34, Fußnote 119).“

Gegen die Etablierung der Bankenaufsicht bei der EZB spricht zunächst das Risiko, dass eine Zentralbank, die zugleich für die Bankenaufsicht zuständig ist, ins Schlepptau der Finanzpolitik geraten könnte, die wiederum zu einer politischen Überforderung der Zentralbank führen würde. Das gilt vor allem, weil bei Aufsichtsentscheidungen, die zu einer Bankenabwicklung führen, die Konsequenzen für die öffentlichen Haushalte stets mit zu bedenken wären.

Darüber hinaus kann es zwischen der Geldpolitik und der Aufsicht zu überfordernden Interessenskonflikten kommen (vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, 2010, S. 39). Ein oft zitiertes Beispiel dafür ist eine Zentralbank, die den geldpolitischen Kurs trotz einer Gefährdung der Preisstabilität nicht strafft, weil sie befürchtet, mit der Straffung einzelne Banken oder gar das Finanzsystem zu destabilisieren. Genauso problematisch wäre eine Lockerung der Geldpolitik, um Banken, die sich in Schwierigkeiten befinden, helfend unter die Arme zu greifen oder – noch gravierender – , um möglicherweise frühere Aufsichtsfehler zu kaschieren. Noch deutlicher können sich solche Interessenskonflikte bemerkbar machen, wenn die Bankenaufsicht und die Vergabe von ELA in einer Hand liegen.

Besonders hoch ist meines Erachtens das Reputationsrisiko zu bewerten, das eine Zentralbank mit einer Primärzuständigkeit für die Aufsicht eingeht. Fehler in der Aufsichtspolitik schaden dem Ansehen der Zentralbank auch in ihrer Geldpolitik. So sei daran erinnert, dass die Bankenaufsicht unter anderem deswegen nicht in das Statut der Europäischen Zentralbank aufgenommen worden ist, weil das Scheitern der Bank of Credit and Commerce International im September 1991 vielen vor Augen führte, was es für die Reputation einer Zentralbank bedeuten könnte, wenn ihr ein Versagen in der Aufsicht vorgeworfen werden müsste (vgl. James, 2012, S. 317).

Diese und weitere Argumente, die zu einer Überforderung von Zentralbanken in der Bankenaufsicht führen können, finden sich bereits im Bericht der De Larosière-Gruppe. Dort heisst es: „While the Group supports an extended role for the ECB in macro-prudential oversight, it does not support any role for the ECB for micro-prudential supervision (De Larosière, 2009, S. 43).“

5. Schluss

Am Schluss sei noch einmal zusammenfassend hervorgehoben, dass die zunehmende Komplexität der Aufgaben von Zentralbanken zu einer strukturellen Überforderung führen kann. Deshalb ist verstärkt darüber nachzudenken, wie sich diese Komplexität in Grenzen halten ließe. Dafür seien abschließend acht Beispiele genannt. *Sie sollen verdeutlichen, dass die Zentralbankpolitik keineswegs zwangsläufig vor einer dauerhaften Überforderung steht. Bei*

entsprechenden Vorkehrungen lassen sich die bereits eingetretenen und die potenziellen Überforderungen zumindest teilweise in verkräftbare Herausforderungen überführen.

Erstens ist davon abzuraten, realwirtschaftliche Aufgaben neu in die Zielfunktion von Zentralbanken aufzunehmen. Auf der operativen Ebene sollte unbedingt davon abgesehen werden, die Kreditgewährung der Zentralbanken an den Staat als liquiditätspolitisches Instrument zu etablieren.

Zweitens sollte aus der Erfahrung mit der Gewährung von ELA durch nationale Zentralbanken überlegt werden, diese Notfallkredite als Eurosystem-ELA zu konzipieren. Hier könnten allerdings Interessenskonflikte mit der geplanten Bankenaufsicht der EZB entstehen.

Drittens spricht vieles dafür, die Komplexität, die durch die Errichtung eines einheitlichen europäischen Aufsichtsmechanismus innerhalb der EZB entsteht, eines Tages wieder zu reduzieren, indem die Institutsaufsicht aus der EZB herausgelöst und einer eigenen Behörde übertragen wird. So gesehen wäre der nunmehr entstehende Anbau für die Bankenaufsicht bei der EZB keine dauerhafte Bleibe. Zu gegebener Zeit könnte für die Bankenaufsicht ein allein stehender Neubau entstehen. Die rechtlichen Voraussetzungen dafür sollten schon bald in Angriff genommen werden. Dabei darf jedoch nicht übersehen werden, dass Institutionen gern an Aufgaben festhalten, die ihnen einmal übertragen worden sind.

Viertens sollte der EZB auf keinen Fall die Aufgabe einer europäischen Abwicklungsbehörde übertragen werden. Dadurch würde sie vollkommen überfordert.

Fünftens empfiehlt es sich, für die makroprudenzielle Prozesspolitik eher nach einer Reduktion als nach einer Ausweitung des Instrumentariums zu forschen. Insgesamt gebührt der makroprudenziellen Strukturpolitik Vorrang vor der makroprudenziellen Prozesspolitik.

Sechstens sollte das institutionelle Gefüge der makroprudenziellen Politik im europäischen Mehrebenensystem überprüft und auf längere Sicht vereinfacht werden. So unterscheidet sich die mit der Institutsaufsicht zugleich entstehende Systemaufsicht der EZB zwar in wichtigen Punkten von der makroprudenziellen Überwachung durch den ESRB. Gewisse Parallelstrukturen sind aber gleichwohl evident.

Siebtens - und rein arbeitsökonomisch gesehen - würde eine klarere Struktur des institutionellen Gefüges in der Instituts- und Systemaufsicht vielleicht auch helfen, einer repetitiven Erschöpfung von Entscheidungsträgern in der Politik vorzubeugen. Jetzt müssen sie oft ohne Rast und Ruh im institutionellen Labyrinth der Aufsicht von einem Treffen zum nächsten eilen. Wenn man ausgerechnet in der Politik zur Begrenzung systemischer Risiken immer wieder neu fragen muss, wer eigentlich wofür zuständig ist, kommt Sand ins politische Getriebe, der rechtzeitige Entscheidungen erschwert.

Achtens schließlich kann die Gefahr einer Überforderung von Zentralbanken reduziert werden, wenn nicht nur sie, sondern auch andere Träger der Wirtschaftspolitik einen Beitrag zur Finanzstabilität leisten.

Literaturverzeichnis

Admati, A., M. Hellwig (2013), The Bankers` New Clothes: What`s Wrong with Banking and What to Do about it, Woodstock

Agur, I., S. Sharma (2013), Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy, IMF Working Paper, March 2013

Allen, F. et al (2012), The financial implications of a banking union, in: Banking Union for Europe. Risks and Challenges, London 2012, S. 115-120

Beck, T., D. Gros (2012), Monetary Policy and Banking Supervision: Coordination Instead of Separation, in: CESifo Forum 4/2012, S. 33-39

Blanchard, O. et al (2013), Rethinking Macro Policy II: Getting Granular, in: IMF Staff Discussion Note, April 2013

Blejer, M. I. (2013), Central Banks` Outdated Independence, Project Syndicate, 17 April 2013

Borio, C. (2012), The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?, BIS Working Papers, No 395, December 2012

Braasch, B. (2013), Central banks need to be wary of “new” monetary policy trends, in: CENTRAL BANKING.COM, 28 February 2013

Brunnermeier, M., G. Braunberger (2013), Geldpolitik im Teufelskreis, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 18.4.2013, S. 18

Bundesverfassungsgericht, Pressemitteilung vom 12. September 2012

Caruana, J. (2011), Monetary Policy in a world with macroprudential policy, Speech at the SAARCFINANCE Governors` Symposium, Kerala, 11 June 2011

Coeuré, B. (2013), Monetary Policy and Banking Supervision, Speech, Frankfurt, 7 February 2013

Committee for the Global Financial System (2012), Operationalising the selection and application of macroprudential instruments, CGFS Papers, No 48, December 2012

Constancio, V. (2013), Establishment of the Single Supervisory Mechanism; the first pillar of the Banking Union, Speech, Brussels, 31 January 2013

Council of the European Union (2013), Interinstitutional File, Brussels, 15 April 2013

De Larosière, J. (2009), The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Brussels, 25 February 2009

Deutsche Bundesbank (2011), Monatsbericht, März 2011, S. 55-71

Deutsche Bundesbank (2012), Finanzstabilitätsbericht 2012

Deutsche Bundesbank (2012 a), Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, BvE 6/12, 21. Dezember 2012

Deutsche Bundesbank (2013), Geschäftsbericht 2012

Deutsche Bundesbank (2013 a), Makroprudenzielle Überwachung in Deutschland: Grundlagen, Institutionen, Instrumente, in: Monatsbericht, April 2013, S. 41-57

Dombret, A. (2012), Finanzstabilität wahren: Rahmen, Werkzeuge und Herausforderungen, in: Bundesministerium der Finanzen, Monatsbericht, Dezember 2012, S. 6-15

Dombret, A., A. Ebner (2013), Default of Systemically Important Financial Intermediaries: Short-term Stability versus Incentive Compatibility?, in: German Economic Review, Vol. 14, February 2013, S. 15-30

Draghi, M. (2012), „Wir mussten handeln“, Spiegel-Gespräch, 29.10.2012, S. 74

Dübel, H.-J. (2012), After the „Whatever-it-takes“ Bail-out of Eurozone Bank Bond Holders: The Eurozone`s Wasted Opportunity for a Banking Union That Protects Sovereign Finance, in: CESifo-Forum 4/2012, S. 46-50

Eijffinger, S, R. Nijskens (2012), Monetary Policy and banking supervision, in: VOX, 19 December 2012

Engelen, K. (2012 a), Rising Tide of German Anger, in: The International Economy, Fall 2012, S. 46-49 und 77-81

Engelen, K. (2012 b), Banking union divides Europe, in CENTRAL BANKING. COM, 12 December 2012

Eriksson, A. (2013), Einheitlicher Europäischer Bankenaufsichtsmechanismus (EAM), in: Deutscher Bundestag, Wissenschaftliche Dienste, Infobrief-Europa, 19.3.2013

EZB (2013), Stellungnahme der Europäischen Zentralbank, Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12, Organstreitverfahren 2 BvE 6/12, 17.1.2013

European Central Bank (2013), Press Release, 25 March 2013, Governing Council decision on Emergency Liquidity Assistance requested by the Central Bank of Cyprus

European Central Bank (2013 a), Financial Integration in Europe, April 2013

Ferran, E. and V. Babis (2013), The European Single Supervisory Mechanism, in: Legal Studies Research Paper Series, University of Cambridge, March 2013

Financial Stability Board (2013), Thematic Review on Resolution Regimes. Peer Review Report, 11 April 2013

Financial Times (2013), Japan starts monetary revolution, 5 April 2013, S. 1

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2013), Neuer Streit in der EU über Bankenunion, 15.4.2013, S. 17

Giegold, S (2013), Die Aufsicht muss differenzieren, Interview, Börsen-Zeitung, 9.1.2013, S. 5

Goodhart, C. (2013), Central banks asked to walk inflation's razor edge, in: Financial Times, 31 January 2013), S. 22

Goodhart, C. et al (2013), An Integrated Framework for Analyzing Multiple Financial Regulations, in: International Journal of Central Banking, January 2013, S. 109-143

Haldane, A. G. (2012), The dog and the frisbee, in: Bank of England, Speeches, 31 August 2012

Hannoun, H. (2012), Monetary Policy in the crisis: testing the limits of monetary policy, Speech at the SEACEN Governors' Conference, Seoul, 13-14 February 2012

Herz, B. (2013), Eine Geldpolitik – (zu) viele Ziele, in: Neue Zürcher Zeitung, 21.2.2013, S. 14

IMF (2011), Euro Area Policies, Selected Issues, 1 July 2011

IMF (2013 a), The interaction of monetary and macroprudential policies, 29 January 2013

IMF (2013 b), A Banking Union for the Euro Area, 13 February 2013

IMF (2013 c), A Banking Union for the Euro Area, Technical Background Notes, 13 February 2013

IMF (2013 d), European Union. Financial System Stability Assessment, 22 February 2013

IMF (2013 e), Global Financial Stability Report, Chapter 3, S. 1-34, April 2013

IMF (2013 f), World Economic Outlook, April 2013

Issing, O. (2012), Central Banks – Paradise Lost, in: House of Finance, Policy Platform, White Paper, May 2012

Issing, O., V. Wieland (2012), Monetary Theory and Monetary Policy: Reflections on the development over the last 150 years, in: CFS Working Paper No. 2012/20

James, H. (2012), Making the European Monetary Union, Cambridge, London

Jordan, T. (2012), Some Lessons for Monetary Policy from the Recent Financial Crisis, in: International Journal of Central Banking, January 2012, S. 289-292

- Keller, C. (2013), Artikel 18 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, in: H. Siekmann (Hrsg.), Kommentar zur Europäischen Währungsunion, Tübingen, S. 970-1045
- King, M. (2000), Balancing the Economic See-Saw, Bank of England, Speech, 14 April 2000
- Knot, K. (2013), Eine europäische Aufsichtsbehörde kann nur der Anfang sein, in: Börsen-Zeitung, 3.4.2013, S. 5
- Krugman, P. (2013), Japan Steps Out, New York Times, online, 13 January 2013
- Langner, J. (2013), Artikel 25 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, in: H. Siekmann (Hrsg.), Kommentar zur Europäischen Währungsunion, Tübingen, S. 1154-1191
- Lautenschläger, S. (2012), Ich bin bissiger als früher, Süddeutsche Zeitung, 23.10.2012, S. 26
- Lautenschläger, S. (2013), Wie ist das EU-Konzept zur Bankenunion zu bewerten?, in: ifo schnelldienst 1/2013, S. 3-6
- Mayer, T. (2013), Blinde Banker, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, online, 19.1.2013
- McCulley, P., Z. Poszar (2013), Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation, in: Global Society of Fellows, 7 January 2013
- Mersch, I. (2013 a), Financial Stability policies in central banks, Speech, 4 March 2013
- Mersch, I. (2013 b), The Banking Union – a European perspective: reasons, benefits and challenges, Speech, 5 April 2013
- Micossi, S. (2013), How the EZ crisis is permanently changing EU institutions, CEPR, Policy Insights, No. 65, April 2013
- Orphanides, A, V. Wieland (2013), Complexity and Monetary Policy, in: International Journal of Central Banking, January 2013, S. 167-203
- Paul, S. (2012), Europäische Bankenaufsicht: Schnelligkeit vor Genauigkeit?, in: Ökonomenstimme, 14. Januar 2013
- Pill, H. (2013), Central banking after the Crisis: Challenges for the ECB, in: CEPR, Is Inflation Targeting Dead?, Central Banking After the Crisis, London April 2013, S. 126-132
- Radtke, S. (2010), Liquiditätshilfen im Eurosystem, Jena
- Reichlin, L., R. Baldwin (2013), Is Inflation Targeting Dead?, Central Banking After the Crisis, London April 2013

- Remsperger, H. (1979), Europäische Währungsunion: „Denaturierung der Geldpolitik?“, in: Wirtschaftsdienst der BHF-Bank, Nr. 1159, 10.3.1979
- Remsperger, H. (1990), Wohin mit der Bankenaufsicht?, in: Wirtschaftsdienst der BHF-Bank, Nr. 1607, 21.7.1990
- Remsperger, H. (1994), Subsidiarität in der Zentralbankpolitik, Erfahrungen und Perspektiven, in: Filc, W., C. Köhler (Hrsg.), Integration oder Desintegration der Weltwirtschaft, Berlin, S. 13-35
- Remsperger, H. (1997), Which Instruments for the European System of Central Banks?, in: S. Collignon (Hrsg.), European Monetary Policy, London and Washington, S. 315-334
- Remsperger, H. (2010), Makro trifft Mikro, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 10.9.2010, S. 23
- Remsperger, H. (2011 a), Ein neues Mandat für die Bundesbank, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 24.8.2011, S. 18
- Remsperger, H. (2011 b), Ordnungspolitik gegen Systemrisiken, in: Börsen-Zeitung, 10.12.2011, S. 8
- Remsperger, H. (2012 a), Finanzstabilität im Bundestag, Börsen-Zeitung, 12.4.2012, S. 6
- Remsperger, H. (2012 b), Systemic Risks and Central Banks, House of Finance, Policy Platform, White Paper, May 2012
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2012), Stabile Architektur für Europa, Jahresgutachten 2012/2013
- Sapir, A., M. Hellwig, M. Pagano (2012), Reports of the Advisory Scientific Committee, ESRB
- Schneider, U., P. Mülbart (2013), Europäische Bankenunion ohne effektiven Rechtsschutz?, in: Börsen-Zeitung, 5.1.2013, S. 4
- Schoenmaker, D. (2012), Macroprudential supervision in banking union, in: VOX, 9 December 2012
- Siekmann, H. (2012), Missachtung rechtlicher Vorgaben des AEUV durch die Mitgliedstaaten und die EZB in der Schuldenkrise, House of Finance, Policy Platform, November 2012
- Sinn, H.-W., H. Hau (2013), Die gefährliche Dimension der Bankenunion, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 22. Januar 2013, S. 13
- Speyer, B. (2012), EU-Bankenunion: Kein Grund zum Jubeln, Börsen-Zeitung, 28.12.2012
- Stark, J. (2013 a), Irlands verbotener „Deal“ mit der Notenbank, Die Welt, online, 14.2.2013
- Stark, J. (2013 b), Das Ende der Unabhängigkeit, Handelsblatt, 1.3.2013, S. 72

- Steven, C. (2013), Artikel 14 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, in: H. Siekmann (Hrsg.), Kommentar zur Europäischen Währungsunion, Tübingen, S. 921-945
- Stiglitz, J. E. (2013), A Revolution in Monetary Policy: Lessons in the Wake of the Global Financial Crisis, in: Reserve Bank of India, Speeches, Mumbai, 3 January 2013
- Turner, A. (2013), Debt, Money and Mephistopheles: How do we get out of this mess?, In: FSA, Speeches, 6.2.2013
- Vaubel, R. (2013), Probleme einer europäischen Bankenunion, CAWM-Kolloquium, Universität Münster, 17. Januar 2013
- Waldhoff, C. (2013), Artikel 127 AEUV, in: H. Siekmann (Hrsg.), Kommentar zur Europäischen Währungsunion, Tübingen, S. 263-322
- Weidenfeld, W. (2013), Geistige Ordnung auf der Baustelle Europa, in: Neue Zürcher Zeitung, 22.2.2013, S. 21
- Weidmann, J. (2012 a), Ich muss nicht von allen geliebt werden, in: Welt am Sonntag, 9.12.2012, S. 34
- Weidmann, J. (2012 b), „Wir sind kein Politbüro“, Interview, Wirtschaftswoche, 22.12.2012, S. 29
- Weidmann, J. (2012 c), „Ich stehe im Feuer“, Interview, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 30.12.2012, S. 36
- Weidmann, J. (2013), Interview, Deutschlandfunk, 7.4.2013
- Whelan, K. (2013), Ireland's Promissory Note Deal, Forbes, Posts, 11.2.2013
- White, W. R. (2012), Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences, in: Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 126
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010), Gutachten Nr. 03/10, Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise