

**Professor Dr. Axel A. Weber**

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Notenbanken und Finanzstabilität**

Vortrag auf dem Arbeitgebertag 2008

in Berlin

am 4. November 2008

– Es gilt das gesprochene Wort –

## Inhalt

1	Begrüßung.....	2
2	Finanzmarktkrise – Wo stehen wir? .....	2
3	Realwirtschaftliche Perspektiven.....	6
4	Schluss.....	7

### **1 Begrüßung**

Sehr geehrte Damen und Herren,  
sehr geehrter Herr Dr. Hundt,

seit mehr als einem guten Jahr bildet die Finanzmarktkrise das beherrschende Thema für Finanzmarktteilnehmer, Notenbanken, Aufseher und Politiker rund um den Globus. Notenbanken sind in diesem Prozess an mehreren Fronten involviert. Erstens, mit unseren geldpolitischen Operationen stützen wir seit geraumer Zeit einen nicht mehr funktionsfähigen Interbankengeldmarkt. Zweitens, als Mitwirkende in der Bankenaufsicht wachen wir über die Solvenz der Institute und die Stabilität des gesamten Finanzsystems. Notenbanken sind noch in einer dritten Dimension betroffen: Mittels unserer Zinspolitik beeinflussen wir die Realwirtschaft und stabilisieren sie im Falle eines systemischen Risikos. Über diesen letzten Aspekt will ich jedoch heute nicht sprechen. Der Grund ist nicht, das es ihm an Aktualität mangelte, sondern im Gegenteil: Wegen der am Donnerstag anstehenden Sitzung des EZB-Rats und der damit einhergehenden sogenannten Purdah-Periode in der Woche davor werde ich heute nichts zur aktuellen Geldpolitik des Eurosystems sagen.

Deshalb möchte ich heute über die Finanzmarktkrise in einem etwas breiteren Kontext sprechen. Wo stehen wir gegenwärtig? Was sind die hauptsächlichen Risiken aus heutiger Sicht; was sind die unmittelbaren realwirtschaftlichen Perspektiven?

Es wird mir dabei weniger um eine aktuelle Momentaufnahme gehen; denn dazu reihen sich die Ereignisse in diesen Wochen viel zu schnell aneinander. Stattdessen werde ich versuchen, den roten Faden hinter der derzeit auf nationaler Ebene geführten Diskussionen deutlich zu machen und dabei auch eingehen auf die staatlichen Rettungspakete für die Finanzmärkte und deren Implikationen für die Realwirtschaft.

### **2 Finanzmarktkrise – Wo stehen wir?**

Ausgelöst wurden die Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten im Sommer letzten Jahres durch steigende Ausfallraten am Markt für zweitklassige Hypothekenkredite in den USA, dem US-Subprime-Markt. Ausgehend von diesem im Vergleich zu den Gesamtengagements der Banken relativ kleinen Markt-

segment breiteten sich die Turbulenzen schockwellenartig nicht nur im US-Finanzsektor, sondern im gesamten internationalen Finanzsystem aus. Die letzte und schwerste dieser Schockwellen liegt nur wenige Wochen zurück: Seit Mitte September setzte ein Vertrauensschwund an den globalen Finanzmärkten ein, dessen Nachwirkungen wir noch heute spüren. In der Tat hat sich das Tempo der Finanzmarktverwerfungen in den vergangenen Wochen nochmals deutlich beschleunigt.

Die rasche Abfolge negativer Wirtschaftsmeldungen hat Schwarzmalerei gar dazu veranlasst, das Ende des Kapitalismus auszurufen. Eine derartige Panikmache ist aber fehl am Platz. Man muss gerade in der gegenwärtigen Zeit in Erinnerung rufen, dass die marktwirtschaftliche Ordnung Garant für Wachstum und Wohlstand ist. Und man muss die Marktwirtschaft gerade vor Kritikern in Schutz nehmen, die gegenwärtig ein Zerrbild dieses Systems konstruieren, um die Axt an die wirtschaftlichen Fundamente eines freiheitlichen Ordnungsrahmens zu legen. Gerade wir Deutschen haben mit dem Prinzip der sozialen Marktwirtschaft eine Tradition entwickelt, deren Kern auf der Erkenntnis gründet, dass Märkte eines funktionierenden Ordnungsrahmens bedürfen.

Dies war insbesondere für die Finanzmärkte, die gewissermaßen als Blutkreislauf der Realwirtschaft fungieren, eine geläufige Wahrheit. Insoweit kann es bei der Analyse der Konsequenzen der Finanzmarktkrise nicht darum gehen, „tabula rasa“ zu machen. Man muss vielmehr die schwierigere Frage stellen, an welchen Punkten die Ausgestaltung eines funktionierenden Ordnungsrahmens in den letzten Jahren nicht mit der Dynamik auf diesen Märkten Schritt gehalten hat. Ein funktionierender und tragfähiger Ordnungsrahmen sollte weitest möglich gewährleisten, dass die Akteure an den Finanzmärkten unter der Prämisse eines Grundstocks an Vertrauen in die Solidität des Gesamtsystems operieren.

Vertrauen ist das Element, das die Tanker an den Finanzmärkten über Wasser hält. Dort, wo Vertrauen tiefgreifend gestört ist, ist die Stabilität des gesamten Systems gefährdet. Dies ist der Kern der Entwicklungen der letzten Wochen. Und es ist der Schlüssel, um die innere Logik der staatlichen Stützungsmaßnahmen zu verstehen.

Der Kern der aktuellen Turbulenzen liegt also in einem allgemeinen Mangel an Vertrauen. Banken misstrauen ihren Refinanzierungsmöglichkeiten an den Kapital- und Wholesalemärkten; und sie misstrauen der Kreditwürdigkeit ihrer Kontrahenten ebenso wie der Werthaltigkeit vieler Finanzprodukte. Ein Großteil der damit verbundenen Unsicherheit hat mit den in den letzten Jahren kräftig gewachsenen Möglichkeiten des Kreditrisikotransfers zugenommen. Diese Unsicherheit aus der damit einhergehenden Intransparenz dreht sich um die Frage, welches Finanzinstitut welche Risiken übernommen hat, und zum anderen um Schwierigkeiten in der Preisfindung vieler Finanzinstrumente.

Mittlerweile fehlt Vertrauen aber nicht nur in den Bereichen, die direkt mit der Verbriefung und dem Verkauf von Kreditrisiken zusammenhängen. Das Einfrieren der Wholesalemärkte, also der Märkte, an denen sich Banken kurzfristig

und großvolumig refinanzieren können, hat dafür gesorgt, dass bereits eine inkongruente Fristentransformation für Institute mit schwacher Einlagenbasis zur Achillesferse werden kann.

Wie lässt sich in einem solchen Umfeld das Vertrauen an den globalen Finanzmärkten wieder herstellen? Zwei Ansatzpunkte sind in diesem Zusammenhang relevant: die Liquidität und das Eigenkapital der Banken. Beides interagiert miteinander und beides hat sich im Zuge des rückläufigen Vertrauens zunehmend verknappert. Zunächst zur Liquidität: Seit Mitte September haben sich die Verspannungen an den globalen Geldmärkten nochmals verstärkt. Der Euribor-Eurepo-Spread, der den Risikoaufschlag bemisst, den Banken für die unbesicherte Mittelvergabe im Euro-Raum einfordern, hat in den letzten Wochen ein Allzeithoch erreicht, von dem aus er sich nur langsam erholt. Liquidität wird von den Banken nach wie vor lieber gehortet anstatt umverteilt; der Euro-Geldmarkt ist damit dysfunktional.

Das Eurosystem – wie auch andere große Zentralbanken – hat zügig und entschlossen reagiert und seinen Handlungsspielraum flexibel genutzt. Unsere Liquiditätsversorgung ist großzügig; unsere wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte werden derzeit als Mengentender voll zugeteilt; wir stellen auf Basis internationaler Kooperationen mit anderen Zentralbanken auch umfangreiche Liquidität in USD und CHF zur Verfügung. Unvermeidliche Folge dieser Maßnahmen ist allerdings, dass an die Stelle des Interbankenmarkts zunehmend das Eurosystem als (vorübergehender) Intermediär getreten ist. Hier wird es zu gegebener Zeit darum gehen, geeignete Exit-Strategien zu entwickeln.

Neben Liquiditätsaspekten haben aber auch Fragen der Solvenz eine zunehmend wichtige Rolle eingenommen. Bei einigen Finanzinstituten hat die Kapitalausstattung infolge hoher Abschreibungen und re-intermediatisierter Aktiva stark gelitten. Die Aufnahme von Eigenkapital an den internationalen Finanzmärkten ist derzeit aber schwierig und teuer. Um das hieraus entstehende systemische Risiko zu begrenzen und Dominoeffekte zu vermeiden, haben Regierungen in aller Welt öffentliche Rettungspakete für den Finanzsektor geschnürt.

In Deutschland ist mit dem jüngst verabschiedeten Finanzmarktstabilisierungsgesetz eine solide Grundlage geschaffen worden, um dem deutschen Finanzsystem Halt zu geben und die Vertrauenskrise an den Finanzmärkten einzudämmen.

Im Mittelpunkt steht die Einrichtung eines Stabilisierungsfonds, der SoFFin, der operativ von der Bundesbank unterstützt, jedoch organisatorisch von ihr getrennt ist. Der SoFFin will vor allem zwei Ziele erreichen: (1) mit Hilfe von umfangreichen Garantien etwaigen Refinanzierungsschwierigkeiten von Finanzinstituten an den Wholesale-Märkten zu begegnen und (2) deutsche Finanzinstitute – sofern erforderlich – zu rekapitalisieren. Mit beiden Maßnahmen soll zudem ein funktionierender längerfristiger Interbankenmarkt wiederhergestellt

werden. Die ebenfalls im Stabilisierungspaket enthaltene Möglichkeit des Ankaufs illiquider Finanzprodukte ist dagegen klar als nachrangig zu sehen.

Andere Staaten in der EU und Amerika, aber auch in weiteren Teilen der Welt, haben vergleichbare, wenn auch in Teilen anders gewichtete Maßnahmen ergriffen. All diese Aktionen werden ihre Wirkung nicht über Nacht entfalten; sie werden aber dazu beitragen, größeren Schaden von der Realwirtschaft abzuhalten.

Und lassen Sie mich noch hinzufügen, dass derart weitreichende Eingriffe der Notenbanken und Regierungen in unser Wirtschaftssystem eine Seltenheit sind und bleiben sollten. Sie sind derzeit zur Stabilisierung des internationalen Finanzsystems notwendig; eine Dauerlösung werden sie keinesfalls sein.

In Deutschland hat sich das Bankensystem während der Turbulenzen nicht zuletzt aufgrund seiner Aufstellung als Universalbankensystem und des damit verbundenen hohen Grades an Diversifikation als robust und widerstandsfähig erwiesen. Die Risikotragfähigkeit hat in einigen Fällen allerdings stark gelitten. Banken, aber auch andere Finanzunternehmen, müssen nun mittels privater Lösungen oder auch mit staatlicher Hilfe einen Weg aus der Finanzkrise finden. Der damit verbundene tief greifende Anpassungsprozess dürfte noch eine Weile andauern.

Ich bin aber zuversichtlich, dass das daraus erwachsene Finanzsystem wieder voll funktionsfähig sein wird. Es ist zugleich davon auszugehen, dass es weniger hoch verschuldet und dafür besser mit Kapital ausgestattet ist. Darüber hinaus muss das Finanzsystem in wichtigen Teilbereichen wieder zu einer weniger riskanten Fristentransformation finden. In den letzten Jahren wurden zu viele langfristige Aktiva über teils exotische Konstruktionen sehr kurzfristig finanziert. Dieses Geschäftsmodell wurde in den letzten Wochen in Frage gestellt – und dies muss Konsequenzen haben.

Mit anderen Worten: Das Bankgeschäft der Zukunft muss sich auf seine Kernaufgabe der Kreditversorgung für investitionswillige Unternehmen und Private zurückbesinnen. Diese Art von Bankgeschäft ist mit Sicherheit langweiliger als Vieles, was auf den künstlich aufgeblähten Finanzmärkten der jüngeren Vergangenheit als vermeintlich renditestarkes Geschäftsmodell propagiert wurde. Es ist aber auch tragfähiger.

Politisch kann es demnach nicht darum gehen, diesen unvermeidlichen Anpassungsprozess zu verhindern, sondern ihn nur insoweit abzufedern, als dass Risiken in einem geordneten Prozess abgebaut werden, der nicht die Gefahr einer realwirtschaftlichen Abwärtsspirale beinhaltet.

Neben dem aktuell dominierenden Krisenmanagement bedeutet dies vor allem, die richtigen Antworten mit Blick auf einen zukünftig stabileren Ordnungsrahmen zu geben. Ich möchte jedoch nicht nur über meine Welt, die Geld- und

Kreditsphäre reden, und deshalb im Folgenden kurz auf die Perspektive für die Realwirtschaft, also ihre Welt, wenn ich so sagen darf, eingehen.

### **3 Realwirtschaftliche Perspektiven**

Die deutsche Wirtschaft steht zuletzt unter einem verstärkten konjunkturellen Belastungsdruck. Wir haben ausgehend von einer vorausgegangenen günstigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im kommenden Jahr mit einem merklichen zyklischen Rückschlag zu rechnen.

Bei einem voraussichtlich sehr gedämpften globalen Umfeld und einer durch Vorsicht und Zurückhaltung geprägten Grundstimmung wird die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den kommenden Quartalen nicht aufwärtsgerichtet sein.

Eine merkliche Belebung der Weltwirtschaft setzt voraus, dass sich Fortschritte bei der Stabilisierung der Immobilienmärkte in zahlreichen Ländern, allen voran den USA zeigen, und dass sich die Kapitalposition der Banken nachhaltig verbessert.

Um es zu wiederholen: Der im Zuge der Finanzmarktkrise einhergehende Tempoverlust der Weltwirtschaft ist allerdings zu einem Gutteil Ausdruck einer unvermeidlichen Anpassung. Die Politik ist in diesem Zusammenhang primär gefordert, mögliche zusätzliche Schäden einer angstgetriebenen Abwärtsspirale zu verhindern.

Angesichts der Finanzmarktkrise leistet die Wirtschaftspolitik bereits in starkem Maße einen Stabilisierungsbeitrag. Mit dem Finanzmarktstabilisierungsfonds hat die Finanzpolitik einer systemischen Bankenkrise vorgebeugt. Die Geldpolitik wirkt mit einem breiten Einsatz zins- und liquiditätspolitischer Operationen. Die von der Bundesregierung gegenwärtig beabsichtigten zusätzlichen finanzpolitischen Maßnahmen sollen einer weiteren Begrenzung des konjunkturellen Risikos dienen. Sie könnten dabei durchaus einen gewissen Impuls entfalten, der aber nicht überbewertet werden sollte.

Grundsätzlich sollte aber darauf geachtet werden, dass solche nicht gegenfinanzierten Maßnahmen nur sehr vorübergehenden Charakter haben und mit keinen unnötigen Verzerrungen des Wirtschaftsgeschehens verbunden sind.

Dabei sollte der Staat das grundsätzliche Ziel eines langfristig strukturell ausgeglichenen Haushalts und solider Staatsfinanzen beibehalten.

Damit konsistent sollten die automatischen Stabilisatoren ihre volle Wirkung entfalten können. Angesichts der ungünstigen konjunkturellen Aussichten sollten gegebenenfalls auch darüber hinaus gehende, unerwartete Steuerausfälle zunächst hingenommen werden. Hierdurch wird bereits ein erhebliches automatisches Stabilisierungspotenzial genutzt.

Nach Überwindung des Abschwungs sind zügig Maßnahmen einzuleiten, um die strukturellen Haushaltsziele dann schnell zu erreichen. In guten Zeiten sind – spiegelbildlich zu Defiziten in schlechten Zeiten – Überschüsse zu erzielen.

Eine Politik, die diesen Maximen folgt, leistet aus heutiger Sicht eine wesentliche Bedingung dafür, dass die vor uns liegende zyklische Schwäche sich nicht zu einer hartnäckigen Stagnation auswächst, sondern Auftriebskräfte allmählich im kommenden Jahr an Kraft gewinnen können.

Insoweit gibt es gerade in Deutschland – bei allen Risiken – keinen Grund, die realwirtschaftlichen Perspektiven in der mittleren Frist nur in dunklen Farben zu malen. Unsere Arbeitsmarktverfassung ist bislang bemerkenswert robust, und die Anspannungen an den Finanzmärkten zeigen sich nicht in einer Kreditverknappung, die die Unternehmen in der Breite trifft. Und auch der zurückgehende Preisdruck in der Folge niedrigerer Energie- und Rohstoffpreise ist ein endogen wirkender Entlastungsfaktor, der die reale Kaufkraft stützen sollte.

#### **4 Schluss**

Meine Damen und Herren, lassen Sie mich zum Schluss meine wesentliche Aussage noch einmal zusammenfassen:

Der Finanzmarktstabilisierungsfonds ebenso wie die großzügige Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems sollten dazu beitragen, den deutschen Finanzmarkt zu stabilisieren.

Die deutsche Wirtschaft steht mittlerweile unter einem verstärkten konjunkturellen Belastungsdruck; die Finanzpolitik sollte automatische Stabilisatoren voll wirken lassen und das grundsätzliche Ziel langfristig solider Staatsfinanzen nicht aus dem Auge verlieren.

Ich freue mich nun auf eine hoffentlich lebhafte Diskussion und bedanke mich schon einmal für Ihre Aufmerksamkeit.

\* \* \*