

Professor Dr. Axel A. Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

**Die Bewältigung der Finanzkrise –
ein Zwischenstand aus Notenbanksicht**

Rede bei der Handelsblatt-Jahrestagung
in Frankfurt am Main
am Dienstag, 8. September 2009

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 11

Inhalt

1	Einleitung.....	2
2	Die Rolle des Eurosystems in der Finanz- und Wirtschaftskrise	3
	2.1 Geldpolitische Maßnahmen im Zuge der Krise	3
	2.2 Inflationsrisiken durch geldpolitische Sondermaßnahmen?.....	6
	2.3 Ausstieg aus den geldpolitischen Sondermaßnahmen	8
3	Schluss	10

1 Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren,

seit dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers, der gemeinhin als auslösendes Moment der globalen Finanzkrise gilt, ist nun fast ein Jahr vergangen.

Das Ende der Finanzkrise auszurufen, wäre gewiss verfrüht. Die Lage hat sich jedoch erheblich verbessert. Die Unsicherheit auf den Finanzmärkten, die nach dem Lehman-Schock auf bis dato ungekannte Höhen stieg, ist deutlich zurückgegangen. Die Risikoprämien sind in vielen Segmenten wieder fühlbar gesunken. Der Risikoappetit der Finanzmarktteilnehmer kehrt allmählich zurück, aber nicht in jenem ungesunden Maße, das zur Entstehung der Krise mit beitrug.

Das Finanzsystem hat nicht zuletzt dank geld- und finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen an Stabilität zurückgewonnen. In den Bankbilanzen mussten erhebliche Verluste verkraftet werden, die im Zusammenhang mit Investments in strukturierte Wertpapiere standen. Eine Reihe weiterer bilanzieller Belastungen steht den Finanzinstituten indes noch bevor. Anzuführen sind vor allem Verluste im traditionellen Kreditgeschäft, die aufgrund der scharfen Rezession zu erwarten sind.

Die aktuellen Indikatoren lassen zwar mit zunehmender Gewissheit erkennen, dass der konjunkturelle Absturz gestoppt ist. Gleichwohl sollten die positiven Signale aus der Realwirtschaft nicht darüber hinwegtäuschen, dass die wirtschaftliche Erholung langwierig und mit Rückschlägen verbunden sein wird. Wachsende Arbeitslosigkeit und zahlreiche Unternehmensinsolvenzen werden ihre Spuren in dem Kreditbüchern der Finanzinstitute

hinterlassen. So gesehen rechne ich zwar nicht mit einer zweiten Welle der Finanzkrise, zumal die Banken ihre Risikovorsorge verstärkt haben, merkliche Nachwehen sind jedoch zu erwarten.

Die deutliche Erholung an den Finanzmärkten birgt die Gefahr wachsender Selbstzufriedenheit, mit der Folge, dass notwendige Veränderungen von Regeln und Verhaltensweisen ausbleiben. Dies wäre aber fatal. Zwar sind seit Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen weitreichende Schritte zur Festigung der Finanzsystemstabilität unternommen worden. Aber es gibt auch noch einiges zu tun, um das internationale Finanzsystem auch für die Zukunft krisenresistenter zu machen, zum Beispiel im Bereich der Eigenmittelanforderungen.

Fragen der Finanzmarktregulierung möchte ich indessen nicht in den Mittelpunkt meiner heutigen Ausführungen stellen.

Stattdessen möchte ich mich auf die Rolle der Notenbanken bei der Bewältigung der Krise konzentrieren und dabei die Maßnahmen des Eurosystems näher beleuchten. Auf die in diesem Zusammenhang zunehmend diskutierte Frage nach dem Ausstieg aus den geldpolitischen Sondermaßnahmen werde ich im weiteren Verlauf ebenfalls eingehen.

2 Die Rolle des Eurosystems in der Finanz- und Wirtschaftskrise

2.1 Geldpolitische Maßnahmen im Zuge der Krise

Die Funktionsfähigkeit der Geldmärkte ist für die Geldpolitik von großer Bedeutung. Schließlich stellt der Geldmarkt die erste Stufe im geldpolitischen Transmissionsmechanismus dar. Wenn der Geldmarkt nicht funktioniert, ist die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Finanzmärkte und die realwirtschaftlichen Güter- und Faktormärkte gestört. Dies beeinträchtigt auch die Gewährleistung von Preisstabilität, dem Primärziel der europäischen Geldpolitik. Des Weiteren gefährdet ein funktionsgestörter Geldmarkt die Stabilität des gesamten Finanzsystems, zumal der reibungslose Handel von kurzfristiger Liquidität der Schmierstoff ist, ohne den effiziente Finanz- und Kapitalmärkte nicht vorstellbar sind.

Bereits mit dem Überschwappen der Probleme am US-amerikanischen Hypothekenmarkt im August 2007 kam es zu Verwerfungen am europäischen Geldmarkt. Der Dreimonats-Depo-Repo-Spread, der die Differenz zwischen dem unbesicherten Euribor- und dem besicherten Eurepo-Satz angibt und bei durchschnittlich 7 Basispunkten lag, schnellte in kurzer Zeit auf über 50 Basispunkte und bis Jahresende 2007 auf über 90 Basispunkte. Darin kam eine massiv gestiegene Scheu vor längerfristigen, unbesicherten Geldmarktgeschäften zum Ausdruck, für die es zwei Gründe gab:

1. Ungewissheit bezüglich des eigenen Liquiditätsbedarfs, insbesondere infolge von Liquiditätszusagen für außerbilanzielle Zweckgesellschaften, die in strukturierten Wertpapieren investiert waren;
2. ein hohes Maß an Unsicherheit im Hinblick auf die Bonität und Risikoposition anderer Banken.

Gleichzeitig brachen die gehandelten Volumina am Geldmarkt ein, insbesondere bei unbesicherten Geschäften von mehr als einer Woche Laufzeit. Geldmarktgeschäfte wurden nun bevorzugt kurzfristig und besichert ausgeführt.

Das Eurosystem reagierte schon in dieser Frühphase der Krise schnell und entschlossen, wenngleich mit vergleichsweise konventionellen Mitteln. So wurde es den Banken im Zuge eines Frontloading ermöglicht, ihr Mindestreservesoll frühzeitig zu erfüllen. Die Mindestreservepflicht ist im Durchschnitt der einmonatigen Mindestreserveperiode zu erfüllen, was über intertemporale Arbitrageprozesse normalerweise die Geldmarktsätze stabilisiert. Überschüssige Liquidität wurde zum Ende von Mindestreserveperioden via Feinsteuerungsoperationen wieder abgeschöpft. Außerdem wurden bei gleichzeitig verringertem Volumen von einwöchigen Hauptrefinanzierungsgeschäften zusätzliche 3-Monatstenderoperationen durchgeführt, und mit dem 6-Monatstender eine noch langfristige Refinanzierungsmöglichkeit geboten. Das gesamte Refinanzierungsvolumen blieb somit in etwa konstant, nur die durchschnittliche Laufzeit der Geschäfte wurde länger. Der Anteil der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte stieg von 33 % im Durchschnitt des ersten Halbjahres 2007 auf 61 % in der ersten Jahreshälfte 2008. Der krisenbedingt höheren Unsicherheit der Marktteilnehmer über eine angemessene Liquiditätsversorgung wurde auf

diese Weise Rechnung getragen. Im Übrigen wurden bereits in dieser Phase der Finanzmarkturbulenzen liquiditätszuführende Geschäfte in US-Dollar durchgeführt.

Mit der Eskalation der Finanzkrise im Herbst 2008 verschärfte sich indessen auch die Lage am Geldmarkt nochmals erheblich. Nun brach der Handel auf dem Tagesgeldmarkt deutlich ein, und der Euribor-Eurepo-Spread stieg in der Spitze auf über 180 Basispunkte. Neben massiven Zinssenkungen auf ein historisches Leitzinsniveau von 1 %, das vor dem Hintergrund eines nie dagewesenen konjunkturellen Einbruchs und rapide sinkenden Inflationsdrucks zu sehen ist, beschloss der EZB-Rat weitere Maßnahmen zur Stützung der Geldmärkte. Das Eurosystem weitete die Liquiditätsversorgung massiv aus und schlüpfte in die Rolle des zentralen Intermediärs am Geldmarkt.

Als wichtigste Änderung des geldpolitischen Handlungsrahmens ist die temporäre Umstellung vom Zins- auf das Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung bei allen Refinanzierungsgeschäften anzusehen. Des Weiteren wurden die Mindestanforderungen an die Bonität von Sicherheiten, die beim Eurosystem zu hinterlegen sind, ebenfalls vorübergehend und mit Ausnahme von ABS-Papieren gesenkt, um Liquiditätsengpässe mangels ausreichender Sicherheiten auszuschließen. Zudem wurden die liquiditätszuführenden Maßnahmen in Fremdwährung hinsichtlich Laufzeit, Volumen und Währung (Schweizer Franken) ausgeweitet. Im Mai und Juni dieses Jahres wurde vom EZB-Rat beschlossen, Refinanzierungsgeschäfte mit zwölfmonatiger Laufzeit anzubieten sowie ein Ankaufprogramm für covered bonds in der Größenordnung von 60 Mrd Euro durchzuführen.

Liquiditätssteuerungsoperationen und die Gestaltung des geldpolitischen Handlungsrahmens haben in gewöhnlichen Zeiten nicht die Aufgabe, die geldpolitische Ausrichtung der Notenbank auszudrücken. Geldpolitische Signale bleiben den Leitzinsentscheidungen vorbehalten. Der direkte Einfluss auf die Geldmarktsätze beschränkt sich zudem auf das kurze Ende der Zinskurve. Diese Separation von Zins- und Liquiditätspolitik setzt aber einen funktionierenden Interbankenmarkt voraus. Die schwere Dysfunktionalität dieses Marktes seit Herbst 2008 machte aber ein weitreichendes Eingreifen des Eurosystems notwendig. Das

Eurosystem übernahm gezwungenermaßen die Rolle des zentralen Intermediärs am Interbankenmarkt.

Die Umstellung auf den Mengentender mit Vollzuteilung hat zu einem kräftigen Anstieg der Nachfrage nach Refinanzierungsmitteln des Eurosystems geführt. Im Gegenzug weitete sich die Inanspruchnahme der Einlagenfazilität auf vormals ungekannte Dimensionen aus. Besonders hoch war die Nutzung der Einlagenfazilität während der zeitweiligen Verengung des Zinskorridors und nach dem ersten 12-Monatstender.

2.2 Inflationsrisiken durch geldpolitische Sondermaßnahmen?

Im Ergebnis hat die großzügige Liquiditätspolitik zu einer massiven Verlängerung der Notenbankbilanz geführt. So wuchs die konsolidierte Bilanzsumme des Eurosystems nach der Eskalation der Finanzkrise im vergangenen Herbst von weniger als 1,5 Billionen Euro innerhalb weniger Wochen um mehr als ein Drittel auf über 2 Billionen Euro an. Von Februar an ging die Bilanzsumme im Zuge der Wiederausweitung des Zinskorridors bis auf etwa 1,7 Billionen Euro zurück, bevor sie infolge des 12-Monatstenders Ende Juni nochmals kurzzeitig über 2 Billionen stieg. Mittlerweile liegt sie bei etwa 1,8 Billionen Euro.

Das Refinanzierungsvolumen hat von durchschnittlich 462 Mrd Euro im Zeitraum Mitte August 2007 bis Mitte September 2008 auf durchschnittlich 734 Mrd Euro zugenommen. Es ist nach der Eskalation der Krise mithin um fast 60 % (bis einschl. 28. August 58,7 %) gestiegen. Und selbst das Netto-Refinanzierungsvolumen, bei dem von den Liquidität zuführenden Operationen die absorbierenden, also insbesondere die Einlagefazilität abgezogen werden, stieg in dieser Zeit um fast 30 % (bis einschl. 28. August 28,8 %) an. Die Volatilität hat sich im Übrigen mehr als verdoppelt, das heißt, dass die Volumina auch wesentlich stärker schwanken als im ersten Stadium der Finanzkrise.

Die massive Ausweitung der Zentralbankgeldmenge hat Befürchtungen geweckt, dass mittel- bis langfristig mit deutlich steigenden Inflationsraten zu rechnen sei. Noch verstärkt wird die Angst vor drohender Geldentwertung durch den rapiden Anstieg der öffentlichen

Verschuldung. Wir nehmen diese Befürchtungen sehr ernst und beobachten genau, wie sich die Inflationserwartungen entwickeln.

Ich stehe gewiss nicht im Ruf, den Zusammenhang von monetärer Expansion und Inflation in Frage zu stellen, geschweige denn Inflationsgefahren herunterzuspielen. Trägt man jedoch den Besonderheiten der aktuellen Lage Rechnung, so sind die von der Liquiditätsausweitung ausgehenden Preisrisiken erheblich zu relativieren. In der Summe sind die Inflations Sorgen, so verständlich sie auch sein mögen, unbegründet. Lassen Sie mich diesen wichtigen Punkt etwas ausführlicher darlegen.

Was wir bisher beobachten können, ist eine kräftige Ausweitung der Zentralbankgeldmenge. Man spricht auch von der Geldbasis. Zentralbankgeld besteht aus Bargeld und Reserven, also Einlagen bei der Notenbank. Das Wachstum der Bargeldmenge ist auch in den letzten zwölf Monaten nicht merklich von seiner seit 2002 beobachtbaren Trendlinie abgewichen. Sprunghaft gestiegen sind hingegen die Reserven beim Eurosystem, die dem breiten Geldmengenaggregat M3 gar nicht zugerechnet werden.

Einen mittel- bis langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisentwicklung wird man indes nur für breite Geldmengenaggregate feststellen können. Wer also eine Kausalkette von den im Umfang gestiegenen Refinanzierungsoperationen zu steigender Inflation knüpft, unterstellt implizit, dass durch die größere Zentralbankgeldmenge ein Anstieg der breiten Geldmengenaggregate bewirkt wird.

In der Realität können wir dies aber nicht beobachten. So ist die Wachstumsrate der Geldmenge M3, in der das gesamte vom Nichtbankensektor gehaltene Geld erfasst wird, im Juli mit 3,0 % gegenüber dem Vorjahresmonat auf den niedrigsten Wert seit Beginn der dritten Stufe der Währungsunion gesunken. Der Geldmultiplikator ist somit kräftig gesunken, und die hohe Liquidität verbleibt als Sicherheitspuffer innerhalb des Bankensystems. Solange sie nicht nachfragewirksam wird, geht von ihr kein Preisdruck aus.

Davon aber, dass die günstige Liquiditätsversorgung zu einer allzu großzügigen Kreditversorgung der Wirtschaft führen würde, kann im Augenblick wahrlich nicht die Rede

sein. Ganz im Gegenteil, macht derzeit doch die Befürchtung einer „Kreditklemme“ die Runde, wobei ich – ohne hierauf näher einzugehen – weiter die Auffassung vertrete, dass wir weder in Deutschland noch im Euro-Raum eine allgemeine, breite Kreditklemme sehen.

Die Risiken für die Preisstabilität sind aber nicht nur von der monetären Warte aus gesehen gering. Auch die realwirtschaftliche Analyse signalisiert auf mittlere Frist Inflationsraten, die mit Preisstabilität vereinbar sind. Zwar gehen wir nach der Krise von einem merklichen niedrigeren Potenzialpfad unserer Volkswirtschaften aus, aber es wird noch einige Zeit dauern, bis die Wirtschaftsleistung des Euro-Raums diesen wieder erreicht. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Raums war im Juli mit 69,5 % auf den niedrigsten gemessenen Wert gefallen (Zahlen ab 1980) und liegt 12 ½ Prozentpunkte unterhalb des langjährigen Durchschnitts. Diese Zahl, die für Deutschland übrigens kaum besser aussieht, zeigt zum einen, wie scharf der Produktionseinbruch war. Die Erholung davon wird erhebliche Zeit in Anspruch nehmen. Dies bedeutet zum anderen aber auch, dass die Spielräume für Preiserhöhungen auf der Endverbraucherebene auf absehbare Zeit begrenzt bleiben.

Vor dem Hintergrund der günstigen Preisperspektiven halte ich das aktuelle Leitzinsniveau daher weiterhin für angemessen.

2.3 Ausstieg aus den geldpolitischen Sondermaßnahmen

Das ändert freilich nichts an der grundsätzlichen Notwendigkeit, zu gegebener Zeit einen geordneten Ausstieg aus der überaus expansiven Ausrichtung der Geldpolitik finden zu müssen.

Was die Zinsentwicklung betrifft, habe ich schon verschiedentlich darauf hingewiesen, dass es eine der Lehren aus der Krise sein muss, in der Geldpolitik zukünftig einen längeren Zeithorizont in den Blick zu nehmen. Das ist nötig, um Übertreibungstendenzen auf den Finanzmärkten früher entgegenwirken zu können. Verhindern können wir spekulative Übertreibungen mit dem Instrument des kurzfristigen Zinssatzes sicherlich nicht. Ein symmetrischerer Ansatz in der Geldpolitik, würde es aber ermöglichen, den Risiken, die von

beschleunigtem Geldmengen- und Kreditwachstum, boomenden Vermögenmärkten und niedrigen Risikoprämien für die Finanzstabilität ausgehen, frühzeitiger entgegenzutreten. Die praktische Umsetzung eines solchen Ansatzes ist freilich alles andere als trivial. Auch hinsichtlich der Kommunikation stellt er eine Herausforderung dar, bedeutet es doch konkret, Zinserhöhungen bereits in einem Stadium vornehmen zu müssen, in dem für die Stabilität der Verbraucherpreise eventuell noch keine ernsthaften Gefahren erkennbar sind. Zudem haben sich die negativen Spätfolgen des vorangegangenen Abschwungs, insbesondere steigende Arbeitslosigkeit, zu diesem Zeitpunkt noch nicht voll gezeigt.

Lassen Sie es mich noch einmal betonen: Zum gegenwärtigen Zeitpunkt wäre es noch zu früh, die geldpolitischen Stützungsmaßnahmen zurückzunehmen. Für Überlegungen hinsichtlich einer Exit-Strategie kann es meines Erachtens jedoch nie zu früh sein. Vielmehr würde eine nachhaltige Erholung von Finanz- und Realwirtschaft sogar behindert, wenn ernsthafte Zweifel an der Fähigkeit und Entschlossenheit der Geldpolitik bestünden, den Ausstieg zur rechten Zeit und mit den richtigen Mitteln zu finden.

Im Hinblick auf den Ausstieg aus der geldpolitischen Lockerung stehen mehrere Fragen im Raum. Auf den kleinsten Nenner gebracht, lauten sie: wann und wie?

Die Wahl des richtigen Zeitpunkts ist eine heikle Angelegenheit. Kommt die Rücknahme der Lockerung zu früh, wird die Erholung ernsthaft beeinträchtigt. Kommt sie hingegen zu spät, ist mit steigendem Inflationsdruck und womöglich sogar mit neuen Kredit- und Vermögenspreisblasen zu rechnen. Beide Fehler – zu früher und zu später Ausstieg – wurden anderswo in vergleichbaren Situationen in der Vergangenheit schon gemacht. Erschwerend kommt hinzu, dass die Unsicherheit über maßgebliche ökonomische Größen, wie zum Beispiel Produktionslücken, im Zuge der Finanzkrise gewachsen ist.

Umso wichtiger ist es daher, den Signalen, die von der Geldmengen- und Kreditentwicklung ausgehen, ein besonderes Gewicht bei der Bestimmung des richtigen Zeitpunkts zukommen zu lassen. Wenn Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Frist erkennbar werden, ist es Zeit, den geldpolitischen Restriktionsgrad zu erhöhen.

Zu spät mit dem Einstieg in den Ausstieg wären wir jedenfalls, wenn wir eine vollständige Rückkehr der Marktkonditionen zu Vor-Krisen-Niveaus abwarten würden. Gleichzeitig ist bei anhaltender Fragilität auf den Finanzmärkten ein bedachtsames Vorgehen unerlässlich.

Insofern ist es ratsam, die Sondermaßnahmen über einen gewissen Zeitraum hinweg schrittweise auslaufen zu lassen. Ein gradueller Ausstieg ist auch aus technischer Sicht, also im Hinblick auf das „Wie“, von Vorteil. Im Grundsatz stellt der Ausstieg aus technischer Sicht für das Eurosystem keine besondere Herausforderung dar, sind doch die meisten Maßnahmen zeitlich befristet, wodurch sie bei Nichtverlängerung automatisch auslaufen.

Es ist aber auch die Frage zu stellen, ob wir in vollem Umfang zu dem geldpolitischen Handlungsrahmen zurückkehren sollen, wie wir ihn vor der Krise hatten. Gegen eine vollständige Rückkehr zu einem „Status quo ante“ spräche es, wenn die Finanzkrise zu einem dauerhaft veränderten Liquiditätsrisikomanagement geführt hat.

Den Anteil der langfristigen Refinanzierungsoperationen, der seit dem ersten 12-Monatstender bei fast 90 % liegt, werden wir mit Sicherheit wieder deutlich senken. Eine Senkung auf 33 %, wie wir sie in der ersten Jahreshälfte 2007 hatten, könnte bei einem dauerhaft gestiegenen Bedürfnis nach längeren Refinanzierungsfristen aber nicht mehr adäquat sein.

3 Schluss

Zusammenfassend möchte ich noch einmal betonen: Die europäische Geldpolitik hat die Herausforderungen der Finanzkrise bislang gut gemeistert und entscheidend zur Stabilisierung des Finanzsystems beigetragen. Sie wird auch Gefahren für die Preisstabilität entschieden entgegentreten. Deswegen werden wir rechtzeitig mit dem Ausstieg aus der Politik der geldpolitischen Sondermaßnahmen und der historischen niedrigen Leitzinsen beginnen. Befürchtungen, unsere expansiv ausgerichtete Geldpolitik berge in sich den Keim für eine deutlich steigende Inflation, sind daher unbegründet.

Dasselbe gilt im Übrigen auch für Befürchtungen, dass der enorm gestiegene Staatsschuldenstand von den Notenbanken durch das Zulassen höherer Inflationsraten real entwertet werden könnte. Natürlich gibt es in der Wirtschaftsgeschichte zahlreiche Beispiele für die Monetisierung von Staatsschulden. Wir werden dieser Geschichte aber kein weiteres Kapitel hinzufügen. Denn erstens ist eine direkte Monetisierung von Staatsschulden durch den EG-Vertrag untersagt. Zweitens ist das Eurosystem institutionell sehr unabhängig und kann damit nicht zu einem „Weginflationieren“ gezwungen werden. Und drittens haben wir das klare Mandat für Preisstabilität zu sorgen und wir haben in den vergangenen zehn Jahren mit Erfolg unter Beweis gestellt, dass wir dieses Ziel entschlossen verfolgen.

Die Probleme, die mit den enormen Haushaltsdefiziten verbunden sind, müssen auf anderen Wegen gelöst werden. Den europäischen Fiskalregeln kommt hier eine wichtige Funktion zu. Auch die Finanzpolitik wird den Exit finden müssen, sobald sich die Konjunktur nachhaltig erholt und der Tiefpunkt am Arbeitsmarkt absehbar ist. Aber dies ist ein anderes Thema, das ich heute nicht mehr beleuchten kann.

Ich danke Ihnen für die Aufmerksamkeit.

* * *