

**Prof. Dr. Axel A. Weber**  
Präsident  
der Deutschen Bundesbank

**Finanzmarktkrise: Wo stehen wir?**

Rede bei den Schönhäuser Gesprächen 2009 –  
"Deutschland im Wahl- und Krisenjahr: Perspektiven für Politik,  
Wirtschaft und Gesellschaft"  
Berlin  
am Donnerstag, 29. Oktober 2009

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 10

Meine Damen und Herren,  
sehr geehrter Herr Schmitz,

ich danke Ihnen vielmals für die Einladung nach Berlin und die Gelegenheit, in der gebotenen Kürze einige Überlegungen zum Stand der Bewältigung der Finanzkrise mit Ihnen zu teilen. Lassen Sie mich als generelle Bemerkung voranschicken: Da wir nunmehr eine Woche vor der nächsten EZB-Ratssitzung stehen, werde ich in meinen Ausführungen nichts zur aktuellen Geldpolitik sagen. Meine entsprechenden Ausführungen zur Geldpolitik sind insoweit als Anmerkungen grundsätzlicher Natur zu verstehen.

Der Titel dieser Diskussionsrunde lautet "Finanzmarktkrise: Wo stehen wir?" Vor nunmehr 12 Monaten war der diesbezügliche Befund klar: am Abgrund. Ich spare mir den Witz, dass wir ein Jahr später nun schon einen Schritt weiter sind. Tatsächlich haben wir uns in den zurückliegenden Monaten erkennbar wieder in Richtung auf sichereres Terrain bewegt. Die Finanzmärkte haben sich seither stabilisiert. Die Risikoindikatoren, an denen wir die Fieberkurve der Geld- und Finanzmärkte abgelesen haben, haben sich in beachtlicher Weise entspannt, wenngleich vielfach noch nicht wieder das Niveau vor dem September 2008 erreicht. Und auch in konjunktureller Hinsicht haben wir mit Blick auf die gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten im Frühjahr die Talsohle hinter uns gelassen. All dies ist erreicht worden mit massiven politischen Stützungsmaßnahmen: nicht nur im Bereich der Finanzmarkstabilisierung, sondern auch in der Geld- und Fiskalpolitik. Und dies gilt nicht nur in Deutschland, sondern weltweit. Angesichts der dramatischen Ausgangslage waren diese Maßnahmen – allen voran die Finanzmarktstützung – notwendig, berechtigt und angemessen.

Heute sind die Patienten Finanzmarkt und Weltwirtschaft aus der Intensivstation heraus und auf die normale Station verlegt. Jeder Arzt weiß, dass dies drei Dinge bedeutet: Erstens, es bestehen in diesem Stadium noch Risiken, und eine vollständige Genesung ist beileibe

noch nicht gesichert. Zweitens, um weiter voranzukommen, ist aber mit einem Entzug der umfangreichen Notfallmedikation sobald wie möglich zu beginnen. Drittens, für eine nachhaltige Gesundheit ist häufig ein geändertes Verhalten des Patienten der wesentliche Erfolgsfaktor. Dies ist für die Finanzmärkte nicht anders als für jeden Infarktpatienten.

Die Herausforderungen für die Politik liegen darin, in dieser Situation die unterschiedlichen Maßnahmen zeitlich richtig zu setzen und in ein in sich schlüssiges Gesamtkonzept zu packen. Lassen Sie mich dies auf drei Feldern deutlich machen:

#### Geld- und Finanzpolitik

Trotz aller ermutigenden Besserungsanzeichen ziehen die Konjunktur, aber auch die Finanzmärkte, noch viel Energie aus politischen Stützungsmaßnahmen. Insgesamt gesehen ist es angemessen, die geld- und finanzpolitischen Stimuli nicht überhastet zu entziehen. Gleichwohl ist es notwendig, sich bereits heute Gedanken über den Ausstieg aus dem überaus expansiven Umfeld in beiden Politikbereichen zu machen.

Mit Blick auf die Geldpolitik des Eurosystems sind hier zwei Felder zu unterscheiden: zum einen die umfangreichen liquiditätspolitischen Maßnahmen, die unter dem Schlagwort der „unconventional measures“ seit Oktober letzten Jahres massiv ausgeweitet wurden; zum anderen die konventionelle Zinspolitik. In konzeptioneller Hinsicht ist die Philosophie des Ausstiegs aus den unkonventionellen Maßnahmen analog zu den Überlegungen des Einstiegs vor einem Jahr.

Damals haben wir aus dem Fundus unseres operativen Instrumentenkastens einige neue Werkzeuge eingesetzt wie die unbegrenzte Zuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften zum Festzins, die Ausdehnung des Zeithorizonts bei unseren geldpolitischen Operationen und die Erweiterung des Sicherheitenrahmens unserer geldpolitischen Geschäfte. Wir haben dies getan, um zu vermeiden, dass die Verschärfung an den Finanzmärkten bei

---

unveränderten Leitzinsen zu einer Verschärfung der geldpolitischen Grundausrichtung, des sogenannten „monetary policy stance“ führte. Die seit Oktober 2008 zusätzlich erfolgte Senkung unserer Leitzinsen reflektierte demgegenüber die dramatische Eintrübung des makroökonomischen Umfelds und die damit einhergehenden dämpfenden Effekte auf die mittelfristigen Preisaussichten. Mit gleicher Logik wäre ein Ausstieg aus den außergewöhnlichen Liquiditätsoperationen zu koppeln an eine Verbesserung der Lage an den Finanzmärkten. Denn andernfalls würde bei unveränderten Leitzinsen die Geldpolitik expansiver.

Wie immer gilt: Über Wann und Wie des Ausstiegs wird das Eurosystem zeitnah auf der Basis der dann vorliegenden Informationen entscheiden. Vorfestlegungen, die immer nur den aktuellen Informationsstand berücksichtigen können, wären hier gerade auch unter Berücksichtigung der Markterwartungen nur hinderlich.

Mit Blick auf die jüngste Entwicklung an den Finanzmärkten und die damit einhergehende Stabilisierung an den Refinanzierungsmärkten der Banken ist es allerdings nicht angemessen, das gegenwärtige operative Regime allzu lange unverändert fortzusetzen. Jede Modifikation hat selbstverständlich unter Beachtung der kommunizierten zeitlichen Gültigkeit einiger dieser Maßnahmen zu erfolgen.

Zudem sollte der Ausstieg aus den unkonventionellen Maßnahmen graduell erfolgen. Einige der neuen Instrumente werden noch für einen längeren Zeitraum benötigt als andere. Beispielsweise ist die unlimitierte Zuteilung in unseren Hauptrefinanzierungsgeschäften sicherlich aus heutiger Sicht noch für einen längeren Zeitraum aufrecht zu erhalten als die Gewährung sehr langfristiger Liquiditätszusagen.

Ich möchte aber gerade in diesem Kreis betonen, dass die Banken sich auf einen entsprechenden graduellen Entzug der von den Notenbanken verabreichten Medikamente

einstellen sollten. Ein fortgesetztes Leben am Liquiditätstropf der Notenbanken ist keine Handlungsoption für eine nachhaltige Zukunft und mit Sicherheit kein nachhaltiges Geschäftsmodell.

Auch die Finanzpolitik in Deutschland und im Rest des Euro-Raums muss einen Ausstieg aus den expansiven Stimulierungsmaßnahmen in den Blick nehmen. Schon ohne weitere Defizit erhöhende Maßnahmen werden die staatlichen Defizite in Deutschland im laufenden und im kommenden Jahr erheblich zunehmen, und die Schuldenquote wird neue Höchststände erreichen.

Zu Recht wird regelmäßig betont, dass das ganz entscheidende Vertrauen in solide Staatsfinanzen auch von glaubwürdigen Haushaltsregeln abhängt. Hier haben wir in Deutschland mit der nationalen Schuldenbremse und in Europa mit den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes fiskalische Leitplanken für eine geordnete Rückkehr in den Bereich solider öffentlicher Finanzen.

Durch die europäischen Haushaltsregeln haben sich die Mitgliedstaaten der EU verpflichtet, übermäßige Defizite zu vermeiden. Im Rahmen des Frühwarnmechanismus des Pakts hat Deutschland zuletzt für das laufende Jahr mit der Meldung einer erwarteten stark steigenden Defizitquote von 3,7 % und einer Schuldenquote von rund 74 % die entsprechenden Schwellenwerte deutlich überschritten. Dabei ist eine lediglich temporäre Überschreitung nicht gegeben. Folgerichtig hat die Europäische Kommission ein Defizitverfahren gegen Deutschland eingeleitet.

Wird im weiteren Verlauf ein übermäßiges Defizit festgestellt, wäre nach dem Pakt grundsätzlich eine Rückführung unter die 3%-Grenze im Jahr nach der Feststellung des übermäßigen Defizits durch den Rat – also vermutlich im kommenden Jahr – gefordert.

Angesichts des massiven Wirtschaftseinbruchs ist jedoch eine Verlängerung der Korrekturfrist tolerierbar und für 2010 eine strukturelle Verschlechterung der Haushaltslage durch die bereits zu Jahresbeginn beschlossenen Maßnahmen hinnehmbar.

Im weiteren Verlauf – also ab dem übernächsten Jahr – ist allerdings sowohl aufgrund des Stabilitäts- und Wachstumspaktes als auch der sich abzeichnenden gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung ein zügiger Ausstieg aus der sehr expansiven fiskalischen Ausrichtung geboten. Deutschland sollte die Maastricht-Grenze für die Defizitquote 2012 wieder unterschreiten. Dies ist auch in konjunktureller Hinsicht vertretbar.

Der Pakt lässt zwar im Hinblick auf die Korrekturfristen grundsätzlich eine gewisse Flexibilität – auch im Hinblick auf die zu erwartende gesamtwirtschaftliche Entwicklung – zu. Es stünde aber nicht im Einklang mit dem Pakt, auf die durch die beschlossenen Maßnahmen bereits angelegte strukturelle Verschlechterung der Haushaltslage im kommenden Jahr noch draufzusatteln.

Dem Stabilitäts- und Wachstumspakt kommt für die Europäische Währungsunion eine zentrale vertrauensbildende Rolle zu. Deutschland ist in diesem Zusammenhang als größte Volkswirtschaft des gemeinsamen Währungsraums ein maßgeblicher Stabilitätsanker. Diese Rolle ist im gegenwärtigen Umfeld besonders hervorzuheben, befinden sich doch augenblicklich 20 von 27 Ländern der EU – davon 13 Euro-Länder – in einem Defizitverfahren.

Die Finanzpolitik muss sich bewusst sein, dass sich in diesen Tagen entscheidet, welche Bindungswirkungen der Stabilitäts- und Wachstumspakt in Zukunft noch haben wird. Es liegt im ureigensten Interesse der deutschen Finanzpolitik, die Fundamente einer europäischen Stabilitätskultur in der Finanzpolitik nicht erodieren zu lassen.

Deshalb begrüße ich es ausdrücklich, dass sich die neue Bundesregierung in ihrem Koalitionsvertrag explizit zu Ihrer Verantwortung für den Stabilitäts- und Wachstumspakt bekennt.

Eine effektive Wahrnehmung dieser Verantwortung erfordert, dass das Prinzip des Finanzierungsvorbehalts für alle geplanten Maßnahmen gilt und auf eine strikte Gegenfinanzierung geachtet wird. Dies ist nicht zuletzt auch notwendig, um die neu in das Grundgesetz aufgenommenen nationalen Schuldenregeln mit der Vorgabe eines strukturell nahezu ausgeglichenen Bundeshaushalts im Jahr 2016 nicht aufs Spiel setzen.

Der Koalitionsvertrag verweist hier sehr zu Recht darauf, dass es sich bei dieser Regel um eine der ökonomischen Vernunft handelt. Zwei Dinge sind mir hier wichtig: Erstens, die in der Koalitionsvereinbarung enthaltenen konkreten Defizit erhöhenden Maßnahmen müssen nun möglichst rasch durch konkrete Gegenfinanzierungsvorschläge ergänzt werden. Die durch die Haushaltsregeln gebotene entschlossene Konsolidierung ab 2011 verlangt baldmöglichst mehr Klarheit von Seiten der Politik über die konkreten Schritte, um dieses Ziel zu erreichen. In diesem Zusammenhang möchte ich ausdrücklich davor warnen, die Selbstfinanzierungseffekte von steuerlichen Entlastungen und Ausgabenerhöhungen zu hoch zu veranschlagen.

Zweitens, ein nachhaltiger Konsolidierungskurs erfordert, die strukturellen Einnahmen- und Ausgabenprobleme in den Sozialversicherungen selbst zu beseitigen und sie nicht durch eine höhere Verschuldung des Bundes zu verdecken. So hat die Bundesbank beispielsweise bereits vor der Krise darauf hingewiesen, dass die gesetzliche Arbeitslosenversicherung mit dem gegenwärtigen Beitragssatz strukturell unterfinanziert ist.

Wenn die neue Bundesregierung die Bekenntnisse zum Stabilitätspakt und zur nationalen Schuldenregel zum Leitmotiv ihres finanzpolitischen Handelns macht, dann bin ich mir

---

sicher, dass Deutschland nicht nur in der Krise sondern auch im Ausstieg angemessen handelt und zudem seine Verantwortung und Vorreiterrolle in der Währungsunion erfolgreich wahrnimmt.

### Finanzmarktaufsicht und Rolle von Notenbanken

Abschließend möchte ich auf den dritten anfänglich erwähnten Aspekt eingehen, der die Fragen der nachhaltigen Lehren aus der Finanzmarktkrise betrifft. Ich möchte dies tun mit einem besonderen Blick auf Fragen der Finanzmarktaufsicht und die Rolle von Notenbanken auf diesem Feld.

Eine der wesentlichen Lehren aus den krisenhaften Entwicklungen der zurückliegenden Monate ist zweifelsohne die Notwendigkeit einer Systemsicht der auf den Finanzmärkten ablaufenden Prozesse. Diese Aufgabe betrifft in ganz besonderer Weise die Zentralbanken, und zwar aus mehreren Gründen:

Erstens, Zentralbanken haben vielfach das Mandat, makroökonomische Stabilität zu gewährleisten, allen voran Preisstabilität. Die Krise hat nun aber verdeutlicht, dass dieses Ziel nicht losgelöst von der Stabilität des Finanzsystems betrachtet werden kann, denn Verwerfungen auf den Finanzmärkten können über die Rückwirkungen auf Konjunktur und Wachstum die Inflationsentwicklung erheblich und nachhaltig beeinflussen.

Zweitens, bündeln gerade Notenbanken die für eine Systemsicht relevanten Kompetenzen stärker als andere Institutionen und prädestinieren die Zentralbanken geradezu für die Wahrnehmung einer Systemsicht. Drittens, in vielen Ländern sind Zentralbanken bereits mit Aufgaben der Bankenaufsicht betraut.



Gerade der letzte Punkt ist jedoch für Notenbanken auch ein politisch sensibles Feld, weil hier hoheitliches Handeln in Aufsichtsfragen und die dadurch erforderliche Rückbindung an die parlamentarischen Entscheidungsträger mit dem Gebot der Unabhängigkeit der Zentralbank in geldpolitischen Fragen in Einklang gebracht werden muss.

Wie Sie wissen, hat die neue Bundesregierung bekundet, die Bankenaufsicht in Deutschland bei der Bundesbank zusammenzuführen. Entscheidend für mich in diesem Zusammenhang ist, dass dabei die Unabhängigkeit der Bundesbank gewahrt bleibt. Und Unabhängigkeit ist hier klar definiert: Die im EU-Vertrag festgeschriebene Unabhängigkeit der Zentralbanken darf nicht mit der Wahrnehmung zusätzlicher Aufgaben in der Finanzaufsicht kollidieren. Deshalb kommt es bei der konkreten Ausgestaltung der beabsichtigten Reform sehr auf die Details an. Wir werden unsere Vorstellungen in diesen Prozess einbringen, genauso wie eine Konsultation des Eurosystems im Gesetzgebungsverfahren unabdingbar ist.

Jenseits dieser Änderungen steht das Banksystem auch vor einer grundlegenden, international abzustimmenden Reform des regulatorischen Rahmenwerks. In der späteren Diskussionsrunde können wir gerne auf Details eingehen, hier will ich zunächst nur allgemein anmerken: In diesen Tagen werden sozusagen die Fundamente der künftigen Finanzmarktordnung gegossen, und wie jeder Bauherr weiß, lassen sich in diesem Stadium getroffene Entscheidungen später ungleich schwerer korrigieren als solche des Innenausbaus.

Insoweit haben wir als Verantwortliche in der Regulierungsdiskussion in einem schwierigen Prozess abzuwägen, welches die wesentlichen Elemente einer dringend gebotenen Neuordnung des Finanzsystems sind und welche Bausteine in ihren Nebenwirkungen zu Wettbewerbsverzerrungen führen, die das eigentliche Ziel eines stabileren Finanzsystems letztlich konterkarieren würden.

Dies Gratwanderung ist etwa für die künftigen Bilanzierungsstandards oder, wenn auch in geringerem Umfang, bei der Abgrenzung des Kernkapitals relevant. Diese darf daher nicht zu verkappter Wettbewerbspolitik mutieren, auch wenn die Versuchung angesichts einer sich zusehends stabilisierenden Lage steigen mag.

In dieser Diskussion sind wir naturgemäß auf externen Input der Kreditinstitute angewiesen. Und es gibt wohl nur wenige geeignetere Foren für eine derartige strukturierte Diskussion als das der Schönhäuser Gespräche. Deshalb freue ich mich auf die anschließende Gesprächsrunde.

\* \* \*