

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

**Wirtschaftliche und geldpolitische Perspektiven**

Vortrag im Rahmen der dritten  
deutsch-luxemburgischen Wirtschaftskonferenz  
in Luxemburg  
am Freitag, 28. März 2008

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 11

## Inhalt

1	Die wirtschaftliche Situation in Deutschland.....	2
1.1	Kurzer Rückblick und aktuelle Lage.....	2
1.2	Ausblick auf die deutsche Wirtschaft 2008 .....	4
2	Zur europäischen Geldpolitik.....	6
3	Zu den Finanzmarkturbulenzen.....	9

Sehr geehrte Damen und Herren, ich freue mich, heute in Luxemburg zu sein und im Rahmen der dritten deutsch-luxemburgischen Wirtschaftskonferenz zu Ihnen zu sprechen. Im Rahmen meiner Ausführungen möchte ich Ihnen aus Notenbanksicht einen Überblick zu folgenden drei Themen geben: erstens zur konjunkturellen Entwicklung in Deutschland, zweitens zur geldpolitischen Lage im Euroraum und drittens zu den Finanzmarkturbulenzen des letzten halben Jahres.

## 1 Die wirtschaftliche Situation in Deutschland

### 1.1 Kurzer Rückblick und aktuelle Lage

Lassen Sie mich anfangs kurz auf die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands während der letzten Jahre zurückblicken. Kurz und bündig kann man hierzu feststellen: Deutschland hat sich beginnend im Jahr 2006 mit Schwung auf der wirtschaftlichen Bühne zurückgemeldet. Diesem Wiedererstarken ging bekanntlich eine hartnäckige Stagnationsphase voraus. Diese dauerte – von einer kurzen Unterbrechung durch den New Economy-Boom in den Jahren 1999 und 2000 abgesehen – letztlich 10 Jahre lang.

In dieser Phase wuchs die deutsche Wirtschaft nur sehr bescheiden, daneben stieg die Arbeitslosigkeit stark an und die Lage der öffentlichen Haushalte verschlechterte sich ganz erheblich. Ergebnis

dieses Prozesses war unter anderem, dass Deutschland für einige Zeit den wenig schmeichelhaften Titel des „kranken Manns in Europa“ trug.

Nur schrittweise und mühsam hat sich die deutsche Wirtschaft aus dieser schwierigen Lage herausgearbeitet. Was waren die Gründe für diese erfreuliche Entwicklung? Eine wichtige Voraussetzung hierfür war zweifelsohne die ausgeprägte Lohnzurückhaltung in den zurückliegenden Jahren. Diese war – vor dem Hintergrund von Kostenproblemen wichtiger Branchen und des hohen Sockels an verfestigter Arbeitslosigkeit – letztlich ohne Alternative.

Zusammen mit den Restrukturierungsanstrengungen der Unternehmen hat dies maßgeblich dazu geführt, dass die deutsche Wirtschaft ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit wiedergewinnen konnte. In Kombination mit einer seit Jahren stark expandierenden Weltwirtschaft legte die Lohnmoderation somit die Grundlage dafür, dass der deutsche Konjunkturzug wieder in Schwung kam. Die Lohnzurückhaltung hat also nicht etwa, wie manche Beobachter noch im Jahr 2006 behaupteten, aufs konjunkturelle Abstellgleis geführt, sondern im Gegenteil die Weiche in Richtung Aufschwung gestellt.

Im Ergebnis wuchs das deutsche Bruttoinlandsprodukt im Durchschnitt der vergangenen beiden Jahre mit preisbereinigt 2,7% so kräftig wie lange nicht mehr. Erfreulich ist hierbei, dass der Aufschwung in den letzten Jahren an Breite gewonnen hat. Bildhaft ausgedrückt: Während der deutsche Konjunkturmotor in der zurückliegenden Stagnationsphase erheblich stotterte, da er häufig nur auf dem „Export-Zylinder“ lief, läuft er nun zunehmend rund – wenn auch nicht mehr so hohtourig wie im Jahr 2006 bzw. 2007 – da er seit gut zwei Jahren zusätzlich durch die Investitions- und (wenn auch noch verhalten) die Konsumnachfrage angetrieben wird.

Der nun auf einem breiteren Fundament fußende Aufschwung geht mit erfreulichen Entwicklungen im Staatshaushalt und auf dem Arbeitsmarkt einher. So war der gesamtstaatliche Haushalt im ver-

gangenen Jahr – übrigens zum ersten mal seit 1989 – wieder ausgeglichen. Parallel hierzu steigt die Zahl der Beschäftigten seit mehr als zwei Jahren an und die registrierte Arbeitslosigkeit ist binnen dieser Zeit um mehr als 1,6 Millionen gesunken. Der Aufschwung kommt also sehr wohl bei den Arbeitnehmern an, obwohl dies immer wieder hinterfragt oder gar bestritten wird. Gerade die Arbeitsmarktentwicklung, namentlich der erhebliche Rückgang der Arbeitslosigkeit, liefert 1,6 Millionen konkrete Belege für die Breitenwirkung des Aufschwungs.

Der Blick in den „ökonomischen Rückspiegel“ – also auf das, was war – bzw. aus dem Seitenfenster auf das, was zur Zeit ist, ist das eine. Das andere – und für die meisten natürlich von überragendem Interesse – ist jedoch der Blick nach vorne. Die in diesem Zusammenhang gegenwärtig meistgestellte Frage lautet: Wird der deutsche Konjunkturzug auch in diesem Jahr seine Fahrt fortsetzen? Oder werden insbesondere die Finanzmarkturbulenzen der letzten nun knapp acht Monate die wirtschaftlichen Perspektiven stark belasten, ist vielleicht sogar mit einem Entgleisen des Konjunkturzuges zu rechnen?

## **1.2 Ausblick auf die deutsche Wirtschaft 2008**

Um es gleich zu Beginn zu sagen: Unser Ausblick auf dieses Jahr bleibt grundsätzlich zuversichtlich. Wir gehen deshalb davon aus, dass die deutsche Wirtschaft weiterhin solide wachsen wird, wenn auch mit weniger Schwung als in den beiden Jahren zuvor.

Die Bundesbank hat im Dezember erstmals ihre Prognosen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland veröffentlicht. In unserer Dezember-Prognose erwarteten wir für dieses Jahr einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von kalenderbereinigt 1,6 %, wobei wir eine Reihe von Abwärtsrisiken identifizierten.

Die in unserer damaligen Prognose skizzierten Risiken haben sich in der Zwischenzeit teilweise materialisiert. Hierzu gehören

- eine stärkere konjunkturelle Abkühlung in den USA
- eine gestiegene Wahrscheinlichkeit, dass die Finanzmarkturbulenzen spürbare realwirtschaftliche Auswirkungen haben könnten
- ein weiterer Ölpreisanstieg
- sowie eine weitere Verschiebung im Euro-USD-Wechselkursgefüge.

Aus diesem Grund müssen wir aus heutiger Sicht gewisse Abstriche an unserer Dezember-Prognose machen. Trotz dieser leichten Abwärtskorrekturen sehen wir jedoch bisher keinen Anlass, etwa in Wachstumspessimismus zu verfallen.

Kurz und knapp: Abstriche am Konjunkturbild der Dezember-Prognose: ja. Gründe, die Konjunkturaussichten nun in trüben Farben zu malen? Eindeutig nein. Obwohl sich die Großwetterlage nicht mehr so günstig darstellt, wie noch vor wenigen Monaten, sind doch die aufgezogenen Wolken bisher nicht mit einem dauerhaften Wetterwechsel zu verwechseln.

Es sind vornehmlich drei Faktoren, die meine grundsätzliche Zuversicht stützen. Erstens bleibt die globale Wirtschaft grundsätzlich auf Wachstumskurs. Die Weltwirtschaft erlebte zwischen 2003 und 2007 eine ihrer längsten und kräftigsten Aufschwungphasen überhaupt und wuchs in dieser Zeit erheblich stärker als im langjährigen Durchschnitt. Für dieses Jahr sehen die Aussichten gemäß IWF-Schätzung etwas gedämpfter aus, das Wachstum an sich wird sich jedoch fortsetzen. Die deutsche Wirtschaft ist weiterhin gut positioniert, um an dieser globalen Dynamik teilzuhaben.

Zweitens ist die Industriekonjunktur in Deutschland sehr robust. Produktion sowie Auftragslage in der Industrie liegen weiterhin deutlich über Vorjahresniveau, daneben ist das Geschäftsklima in Deutschland weiterhin positiv, die Grundstimmung in der gewerblichen Wirtschaft ist also nach wie vor von Zuversicht geprägt. Diese Zuversicht schlägt sich ganz konkret in einer anhaltend hohen Investitionsneigung und Einstellungsbereitschaft nieder.

Drittens sollte die anhaltende Besserung am Arbeitsmarkt zunehmend positiv auf die Konsumnachfrage auswirken. In diesem Zusammenhang dürfte die Mehrwertsteuererhöhung vom Beginn des letzten Jahres weitgehend verarbeitet sein.

Die deutsche Wirtschaft befindet sich also grundsätzlich in robuster, breit fundierter Verfassung, wenn auch gewisse Risiken weiterhin bestehen und den Ausblick gegebenenfalls beeinträchtigen könnten. Lassen Sie mich nun zur europäischen Geldpolitik kommen.

## **2 Zur europäischen Geldpolitik**

Die am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflation im Euroraum lag im vierten Quartal des vergangenen Jahres mit 2,9% deutlich über unserer Definition von Preisniveaustabilität. Preisniveaustabilität sehen wir im Eurosystem als gegeben an, wenn die HVPI-Inflation im Währungsgebiet mittelfristig unter, aber nahe 2% liegt. Auch für das Gesamtjahr 2007 ergibt sich im Euroraum eine Rate der Geldentwertung von 2,1% gegenüber dem Vorjahr und somit eine knappe Zielverfehlung.

In den ersten Monaten dieses Jahres hat sich dieser ungünstige Preistrend fortgesetzt. So sind die Verbraucherpreise auch im Februar weiter deutlich gestiegen und lagen euroraumweit um insgesamt 3,3% über dem Niveau ein Jahr zuvor. Wegen eines ungünstigen Basiseffekts ist auch für den Monat März mit einem weiteren geringfügigen Anstieg der Inflationsrate zu rechnen.

Gemäß der jüngsten gesamtwirtschaftlichen Projektion des EZB-Mitarbeiterstabes von Anfang März wird die Teuerungsrate im Euroraum weit ins Jahr 2008 hinein bei nahe 3% bleiben und sich erst im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2008 allmählich abschwächen. Im Jahresdurchschnitt 2008 wird sich die Rate der Geldentwertung aller Voraussicht nach in einem Korridor zwischen 2,6% - 3,2% bewegen und somit deutlich über der Stabilitätsmarke von knapp unter 2% liegen.

Aus der Sicht einer stabilitätsorientierten Notenbank ist der aktuelle Preisdruck mit HVPI-Inflationsraten von augenblicklich über 3% besorgniserregend. Dabei gilt es festzuhalten, dass die Triebfedern der kräftigen Teuerung während der letzten Monate vornehmlich die starken Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln und Energie waren.

In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass die Notenbanken auf die Erstrundeneffekte von Öl- und Nahrungsmittelpreisanstiegen aufgrund der zeitlichen Verzögerung, mit der geldpolitische Maßnahmen wirken, nicht adäquat reagieren kann – und es folglich auch nicht versuchen sollte.

Viel entscheidender ist es, möglichen Zweitrundeneffekten entschlossen entgegenzutreten, da diese zu einem sich selbst verfestigenden Inflationsanstieg führen können.

Die Gefahr solcher Zweitrundeneffekte hängt unter anderem von den realwirtschaftlichen und monetären Entwicklungen im Euroraum ab. Was die realwirtschaftliche Entwicklung angeht, so deutet die jüngste Projektion darauf hin, dass die Wirtschaft im Euroraum in diesem Jahr ihren robusten

Wachstumstrend fortsetzen wird. Die wirtschaftlichen Aussichten für Deutschland und den gesamten Euroraum sind dabei ähnlich: es geht weiter aufwärts, aber weniger dynamisch als noch im letzten Jahr.

Insgesamt dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt des Euroraums dieses Jahr um 1,3% - 2,1% gegenüber dem Vorjahr zulegen, wobei auch hier die Risiken abwärts gerichtet bleiben.

Richtet man daneben den Blick auf die monetäre Entwicklung im Euroraum, so ist festzustellen, dass die starke Geldmengenexpansion der letzten Quartale weiterhin anhält. Das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 wächst seit einigen Monaten mit einer zweistelligen Rate. Bisher gibt es nur sehr wenige Hinweise darauf, dass sich die Finanzmarkturbulenzen der letzten acht Monate dämpfend auf das Geldmengen- und Kreditwachstum ausgewirkt haben.

Insgesamt kommt man zu dem Schluss, dass nicht nur der aktuelle Preisdruck besorgniserregend hoch ist, sondern angesichts eines moderateren, jedoch grundsätzlich robusten Wirtschaftswachstums im Euroraum und der anhaltenden kräftigen Geldmengenexpansion auch weiterhin mittelfristig Aufwärtsrisiken für die Preisniveaustabilität bestehen.

Jedoch ist die aktuelle Situation geprägt durch ein deutliches Maß an Unsicherheit, die unter anderem von den nun seit knapp acht Monaten anhaltenden Finanzmarkturbulenzen ausgeht. Gerade in diesem volatilen Finanzmarktumfeld gilt es, die Inflationserwartungen weiterhin fest auf niedrigem Niveau zu verankern. Das aktuelle Zinsniveau und unser auf Preisniveaustabilität ausgerichteter geldpolitischer Kurs tragen dazu bei, dieses Ziel zu erreichen.

Auch in den vor uns liegenden Monaten werden wir alle Entwicklungen sehr genau verfolgen und falls erforderlich handeln, um unserem Auftrag, nämlich Preisniveaustabilität zu sichern, gerecht zu



werden. Gerade jetzt dient eine auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik als wichtiger Anker in turbulenten Zeiten.

Abschließend möchte ich noch ein paar knappe und grundsätzliche Bemerkungen zu den Finanzmarkturbulenzen der letzten Monate machen, ohne hierbei zu sehr ins Detail zu gehen.

### **3 Zu den Finanzmarkturbulenzen**

Ausgehend von Problemen am Markt für zweitklassige Hypothekenkredite in den USA sind ab Mitte letzten Jahres erhebliche Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten aufgetreten, die seither für das globale Finanzsystem eine ernsthafte Belastungsprobe darstellen. Eine umfassende Neubewertung von Kreditrisiken, die sich in erster Linie auf den Märkten für strukturierte Wertpapiere vollzieht, führte zu erheblichem Abschreibungsbedarf bei vielen Finanzinstituten und in der Folge zu einem globalen Vertrauensschock. Dieser Vertrauensschock hat auch die Verteilung von Liquidität – präziser: von Zentralbankgeld – auf dem Interbankengeldmarkt erheblich beeinträchtigt.

Insgesamt hat das internationale Finanzsystem bisher jedoch seine Widerstandsfähigkeit auch gegenüber teilweise erheblichen Markturbulenzen grundsätzlich bewiesen. Auch das deutsche Banken- und Finanzsystem hat die Herausforderungen der letzten Monate insgesamt gemeistert und seine Stabilität und Funktionsfähigkeit behauptet.

Zur grundsätzlichen Schockresistenz des nationalen und internationalen Finanzsystems trug unter anderem bei, dass zahlreiche Notenbanken umfangreiche Liquiditätssichernde Maßnahmen ergriffen haben, um die Funktionsfähigkeit des Interbankengeldmarktes sicherzustellen.

Für mich stellen sich zwei Fragen im Hinblick auf das, was vor uns liegt: Welche ersten Lehren können aus den Turbulenzen gezogen werden? Was ist nötig, um wieder in ruhigere Bahnen zu kommen?

Zu den Lehren:

Auslöser der Turbulenzen waren vor allem die Abkühlung des US-Immobilienmarktes und steigende Zahlungsausfälle im dortigen Hypothekenbereich. Hierdurch wurden letztlich jedoch nur schon zuvor bestehende Schwachstellen im Finanzsystem deutlich. Insbesondere hat sich gezeigt, dass die Handelbarkeit und die breitere Streuung von Kreditrisiken nur dann die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems tatsächlich verbessern, wenn die Qualitätsstandards auf allen Stufen des Transferprozesses hoch bleiben und keine neuen Risikokonzentrationen entstehen.

Daneben hat sich gezeigt, dass die Marktgängigkeit forderungsbesicherter Wertpapiere (*asset backed securities*) insbesondere in Stresssituationen erheblich eingeschränkt sein kann.

Dies legt es zwingend nahe, dass Finanzinstitute ihr Risikomanagement verbessern und Stresstests fortentwickeln müssen und es hierbei gilt, insbesondere sowohl mehr Vorsorge für Engpässe der Marktliquidität – also der Handelbarkeit insbesondere komplexer Kreditprodukte – als auch der Finanzierungsliquidität treffen.

Grundsätzlich hat sich gezeigt, dass die mangelnde Transparenz vieler komplexer Finanzprodukte die Marktdisziplin schwächt und hierdurch Fehlentwicklungen Vorschub leistet. Schließlich wurden die Grenzen sowohl der Rolle als auch der Bewertungsmethoden externer Ratings deutlich.

Der Weg in ruhigere Bahnen:

Einer Rückkehr in ruhigere Bahnen steht bisher entgegen, dass das Vertrauen zwischen den Marktteilnehmern immer noch massiv erschüttert ist. Um ein Mindestmaß an Vertrauen wiederherzustellen, ist zuvörderst mehr Transparenz bzgl. weiterhin bestehender Risiken und des möglichen Wertberichtigungsbedarfs nötig.

Um diese Transparenz herzustellen, sind zuerst die Marktteilnehmer selbst gefordert. Mehr Transparenz zu schaffen, kann ein steiniger Weg sein, ist jedoch unausweichliche Vorbedingung, um die Lage auf den Finanzmärkten zu beruhigen. Die zurzeit noch vorherrschende Intransparenz ist nämlich der Nährboden, auf dem die Gerüchte weiter gedeihen. Vor allem steht diese Intransparenz neuem Vertrauen im Weg. Transparenz und Vertrauen sind also die Begriffe, die für eine Entspannung auf dem Finanzmarkt von zentraler Bedeutung sind. Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit.

\* \* \*