

Professor Dr. Axel A. Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

**Ein Blick auf Finanzmärkte und die deutsche Konjunktur
zum Jahresbeginn 2009**

Rede beim Neujahrsempfang der IHK in Köln
in Köln
am 8. Januar 2009

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 13

INHALT

1	Begrüßung	2
2	Globale Finanzmarktkrise	3
3	Konjunkturelle Perspektiven Deutschlands.....	7

1 Begrüßung

Sehr geehrter Herr Bauwens-Adenauer,
sehr geehrte Damen und Herren,

wir haben im Eurosystem vereinbart, uns in der Woche vor einer geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats nicht zu aktuellen Fragen der Geldpolitik zu äußern. Diesem Motto werde ich heute treu bleiben, zumal zum Jahresbeginn die aktuelle Tagespolitik sowieso weniger im Fokus stehen sollte. Denn die Einladung, eine Neujahrsrede zu halten, ist gewöhnlich damit verbunden, die prägenden Ereignisse des vergangenen Jahres zu würdigen und einen meist optimistischen Ausblick auf das gerade begonnene Jahr zu werfen.

Was die Charakteristika des vergangenen Jahres anbelangt, so sind diese schnell gefunden: Die 2007 begonnene Finanzmarktkrise hat die Welt auch 2008 mit immer neuen Schockwellen konfrontiert; damit haben sich Umfang und Dauer der Turbulenzen als weitaus größer erwiesen als allgemein erwartet. Der Übergriff der Finanzmarktstörungen auf die Realwirtschaft erfolgte erst relativ spät; seit Herbst letzten Jahres wurde zudem deutlich, dass auch die Schwellenländer vom konjunkturellen Abschwung erfasst worden sind. Zugleich sind die Inflationsrisiken weltweit erst einmal abgeklungen, nicht nur

wegen der konjunkturellen Abschwächung, sondern vor allem auch im Zusammenhang mit dem Ölpreis, der im letzten Jahr eine Achterbahnfahrt erlebte. Nachdem der Preis für ein Barrel Brent bis zum Sommer auf fast 150 USD anstieg, ist er seitdem auf unter 50 USD gefallen.

Der Sog der Finanzkrise hat auch vor Deutschland nicht halt gemacht. Wir erleben derzeit eine rasche konjunkturelle Abkühlung. Das Indikatorenbild deutet auf einen starken Rückgang der Wirtschaftsaktivität im Winterhalbjahr 2008 / 2009 hin. Die heute bekannt gewordenen Daten zum Außenhandel und Auftragseingang sprechen hier eine klare Sprache. Es ist damit zu rechnen, dass die Produktion in Deutschland in diesem Jahr deutlich schrumpfen wird; im kommenden Jahr besteht gleichwohl die Aussicht auf eine allmähliche Wiederbelebung der Wirtschaft. Die Datierung konjunktureller Wendepunkte ist dieses Mal allerdings mit überaus großen Unsicherheiten behaftet.

Damit wären die wesentlichen Themen meiner heutigen Rede knapp umrissen: die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten, die Reaktionen von Zentralbanken und Regierungen auf die Finanzmarktkrise und die konjunkturellen Perspektiven Deutschlands. Und wie gesagt, ein Thema ist in diesem Katalog mit Absicht nicht enthalten: meine aktuelle geldpolitische Einschätzung.

2 Globale Finanzmarktkrise

Die Finanzkrise hält uns mittlerweile seit eineinhalb Jahren in Atem. Anfangs stand der US-Subprime-Markt mitsamt seinen Verbriefungen und Finanzie-

rungsstrukturen im Vordergrund; es folgten mehrere Schockwellen, die auch auf andere Finanzmarktsegmente übergriffen. Letztlich waren es aber erst die Ereignisse vom September vergangenen Jahres, allen voran die Insolvenz der US-Investmentbank Lehman, die den Schmelbrand zu einem Flächenbrand entfacht haben.

Die Finanzkrise hat seitdem sehr viel größere Kreise gezogen. Der globale Anpassungsprozess hat die Marktteilnehmer zu einem massiven Verschuldungsabbau gezwungen. Dieser drückte auf die gesamte Palette der Marktpreise und führte zu schmerzhaften Verlusten im Bankensektor. Angesichts des gestiegenen Risikobewusstseins hat sich frischer Zugang zu Liquidität und Kapital zugleich jedoch verteuert und ist zudem auch nur begrenzt vorhanden. Der durch den Fall Lehmans entstandene Vertrauensverlust griff auch auf bislang robuste Marktsegmente, wie die Schwellenländer, über und brachte außerdem nahezu das gesamte Geldmarktgeschäft der Banken zum Erliegen. Damit wurde die Funktionsfähigkeit der bereits angeschlagenen Geldmärkte erneut schwer erschüttert.

Das Eurosystem hat dies sofort erkannt und seine ohnehin schon umfangreichen Liquiditätsoperationen nochmals ausgedehnt. Unsere Liquidität teilen wir seit Mitte Oktober bis auf weiteres mit einem Mengentender in jeder von den Banken gewünschten (und mit Sicherheiten hinterlegten) Höhe zu. Außerdem haben wir, wie andere Zentralbanken auch, die Palette der zugelassenen Sicherheiten vorübergehend erweitert und bieten über Kooperationen mit anderen Notenbanken derzeit auch Liquidität in US-Dollar und Schweizer Franken an. Dass sich der Euro-Raum-Geldmarkt im letzten Vierteljahr trotz dieser um-

fassenden und beispiellosen Maßnahmen nur langsam erholt hat, zeigt, wie wenig Vertrauen noch zwischen den Marktteilnehmern besteht.

Die Tendenz zur Liquiditätshortung hängt aber auch mit einem anderen Phänomen zusammen: Alljährlich steigt die Präferenz für Liquidität in den letzten Wochen eines Jahres merklich an. Banken – wie andere Unternehmen auch – bemühen sich zum Bilanzstichtag um gute Bilanzrelationen und regulatorische Quoten. Dieses Streben nach einem vertrauenerweckenden Erscheinungsbild ist in Krisenzeiten besonders groß. Folge derartiger Bilanzkosmetik ist aber, dass Liquidität in den Wochen vor dem Jahreswechsel besonders gefragt ist und die in Krisenzeiten ohnehin schon bestehenden Verspannungen am Interbankengeldmarkt zum Jahreswechsel nochmals verstärkt werden.

Mittlerweile sind am Euro-Raum-Geldmarkt durchaus Anzeichen für eine Entspannung zu erkennen. Die Geldmarktsreads sind stark rückläufig, befinden sich aber weiterhin auf deutlich erhöhtem Niveau. Schlechte Nachrichten haben nach wie vor das Potenzial, die Volatilität an den Finanzmärkten neu zu entfachen. Der Weg zurück zur Normalität am Geldmarkt scheint also noch lang.

Die Risikotragfähigkeit der Banken hat in Folge der globalen Finanzkrise stark gelitten. Dies zeigt sich auch daran, dass fallweise Rettungsaktionen nicht mehr ausreichen, um gegen die zunehmend systemische Finanzmarktkrise vorzugehen. Weltweit setzte ein Umdenken unter den Krisenmanagern ein. Regierungen und Zentralbanken sahen sich gezwungen, beispiellose staatliche Stabilisierungspakete für die Finanzsysteme aufzulegen. Diese Pakete

werden keine Dauerlösung sein. Sie sind derzeit aber zur Stabilisierung des internationalen Finanzsystems notwendig. Banken sind ein entscheidendes Bindeglied in der Finanzierungskette; ein übermäßig geschwächtes Bankensystem wäre nicht mehr in der Lage, den Kreditbedarf der Wirtschaft zu stillen.

Zur Stärkung der Kreditwirtschaft ist in Deutschland innerhalb von nur einer Woche mit dem „Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung“, kurz SoFFin, eine tragfähige Lösung geschaffen worden. Die Bundesbank hat bei der Errichtung umfangreiche Aufbauhilfe geleistet. Der SoFFin gibt grundsätzlich solvenzfähigen Finanzinstituten Hilfen, sowohl in Form staatlicher Garantien, Rekapitalisierungen und der Übernahme von Risikopositionen. Einige öffentliche und private Banken haben die Hilfe zur Selbsthilfe bereits angenommen; auch die Modalitäten der Inanspruchnahme scheinen auf europäischer Ebene mittlerweile weitgehend geklärt. Durch den Finanzmarktstabilisierungsfonds ist es uns gelungen, die latente Unsicherheit über mögliche weitere Schieflagen im deutschen Bankensektor aus dem Weg zu räumen. Dies ist ein Erfolg.

Letztendlich verlängern Rettungsschirme der Regierungen, ebenso wie das Einspringen der Zentralbanken als Liquiditätsbereitsteller der letzten Instanz, aber nur den Zeitrahmen, der dem Bankensystem für seinen notwendigen Anpassungsprozess zur Verfügung steht. Es kommt deshalb entscheidend darauf an, dass die durch die Rettungsmaßnahmen hinzugewonnene Zeit von Banken und Regulierern intensiv genutzt wird.

Mit Blick auf den deutschen Bankensektor heißt dies insbesondere, nachhaltigere Geschäftsmodelle und belastbarere Strukturen zu etablieren, insbesonde-

re auch im Landesbankensektor. Bereits auf dem Weg durch die Krise werden die Fundamente für die künftige Finanzarchitektur gelegt. Nur wenn diese neuen Fundamente tragen, kann sich das Vertrauen unter den Marktteilnehmern wieder einstellen.

Die Finanzkrise hat in aller Deutlichkeit gezeigt, dass die globale Finanzinfrastruktur mit dem Wachstum der Finanzinnovationen nicht Schritt halten konnte. Es gilt daher, Wege zu finden, um die Transparenz zu erhöhen, zu effektiveren Anreizstrukturen zu gelangen und die im Finanzsystem inhärente Prozyklizität nicht unnötig zu verstärken. Die Arbeiten der internationalen, europäischen und nationalen Gremien setzen an dieser Stelle an. Die Reformvorschläge der einschlägigen Institutionen und Gremien müssen nun schnell und konsequent konkretisiert und umgesetzt werden.

Natürlich wird man mithilfe derartiger Reformen Verwerfungen nicht für alle Zeiten ausschließen können. Ein mit Umsicht gewählter, flexibler Regulierungsrahmen für die Finanzmärkte ist aber ein wesentlicher Schritt, um die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber jeglichen Schocks und Störungen zu erhöhen. Zugleich minimiert ein solches Vorgehen die negativen Auswirkungen auf andere Bereiche der Volkswirtschaft.

3 Konjunkturelle Perspektiven Deutschlands

Die Hoffnung, dass die Finanzkrise nur begrenzte Auswirkungen auf die reale Weltwirtschaft haben werde, wurde in den letzten Monaten schwer enttäuscht. Nicht nur die Dauer, sondern auch die akute Verschärfung der Finanzkrise im

Herbst letzten Jahres haben deutliche Spuren im Konjunkturzyklus hinterlassen.

Auch in Deutschland wurden die Wachstumsprognosen in der letzten Zeit vor allem für 2009 erneut nach unten korrigiert. Dabei stellen einige der besonders negativen Ausblicke in meinen Augen aus heutiger Sicht weniger ein Basis-, als vielmehr ein Schreckensszenario dar. Mit anderen Worten: In manchen Prognosen werden Abwärtsrisiken, also potenzielle zukünftige Entwicklungen mit einer eher geringen Eintrittswahrscheinlichkeit, bereits für bare Münze genommen.

Wie hoch die Prognoseunsicherheit derzeit ist, zeigt sich andererseits daran, dass sich manche der Abwärtsrisiken, die in der Dezember-Projektion der Bundesbank und des Eurosystems genannt wurden, schon jetzt manifestiert haben. Infolgedessen dürfte das Schlussquartal 2008 wohl schlechter ausgefallen sein als von uns zuvor erwartet. Diese Entwicklung würde auch die BIP-Prognose für Deutschland für das laufende Jahr weiter belasten. Insbesondere der Einstieg in das Jahr 2009 dürfte durch eine fortgesetzte Konjunkturschwäche gekennzeichnet sein. Ich sehe jedoch nach dem jetzigen Indikatorenbild noch keine Anzeichen dafür, dass sich das bisher angenommene Verlaufsprofil für das deutsche Wirtschaftswachstum in den kommenden zwei Jahren fundamental verändert hätte.

Viele internationale Organisationen – und auch die Experten des Eurosystems – rechnen damit, dass die globale Konjunktur nach verhaltenem Tempo im laufenden Jahr im Jahr 2010 wieder anzieht. Zum einen wirken niedrigere Roh-

stoff- und Energiepreise entlastend, was die langfristigen Wachstumsperspektiven Deutschlands und der Welt in den nächsten Jahren begünstigt. Zum anderen sollten die weltweit expansiv ausgerichteten Geld- und Fiskalpolitiken in diesem Jahr ihre Wirkung nicht verfehlen. Beides gibt Anlass zu der berechtigten Hoffnung, dass die wirtschaftliche Dynamik im kommenden Jahr wieder an Fahrt gewinnen könnte.

Lassen Sie mich nun einen detaillierteren Blick auf die deutschen Konjunkturaussichten werfen: Nach zweieinhalb Jahren überdurchschnittlichen Wachstums hat sich die Konjunktur in Deutschland nach der Jahresmitte 2008 im Zuge der weltwirtschaftlichen Abkühlung deutlich abgeschwächt. Zugleich hat sich Stimmung in wichtigen Bereichen der deutschen Wirtschaft rasant verschlechtert. Im Winterhalbjahr 2008/2009 ist mit einem erheblichen BIP-Rückgang zu rechnen. Auch im weiteren Verlauf von 2009 sind die Belastungsfaktoren als hoch einzuschätzen. Erst im Zuge der erwarteten weltwirtschaftlichen Belebung in 2010 dürfte die deutsche Wirtschaft wieder an Schwung gewinnen.

Die Finanzmarktkrise wirkt in Deutschland vor allem über den Außenhandel und negative Vertrauenseffekte. Aufgrund des überaus hohen Offenheitsgrades Deutschlands von mittlerweile mehr als 85% des BIP gehen insbesondere von der Außenwirtschaft dämpfende Effekte auf die Wirtschaftsentwicklung aus. Dies erklärt sich nicht nur durch den generellen Bremseffekt, den der Welthandel derzeit ausübt, sondern beruht auch auf der Warenstruktur der deutschen Exporte, von der die deutsche Wirtschaft zuvor stark profitiert hatte.

Infolgedessen dürften sich die widrigen außenwirtschaftlichen Bedingungen verstärkt auf die Investitionstätigkeit der deutschen Unternehmen auswirken. Hinzu kommt, dass nach einigen guten Jahren zu einem gewissen Teil auch eine normale konjunkturelle Abschwächung in der Investitionstätigkeit zu erwarten ist.

In diesem Zusammenhang möchte ich noch einmal hervorheben, dass es in Deutschland für eine Verknappung des Kreditangebots bislang nur wenig Anzeichen gibt. Zwar haben sich die Kreditstandards insbesondere für die größeren Unternehmen verschärft, der Mittelstand wird hierdurch aber weniger belastet. Auch Umfrageergebnisse, die auf eine Ausweitung der Margen bei neuen Kreditlinien hindeuten, sollten nicht überbewertet werden. Denn vor Beginn der Krise bildeten die Margen die Kreditrisiken nicht vollständig ab und stellten insofern keine nachhaltige Preispolitik dar. Außerdem lässt sich das Anziehen der Kreditkonditionen zum Teil auch über die Abschwächung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums erklären.

Angesichts der eingetrübten Konjunkturperspektiven ist zu erwarten, dass die privaten Haushalte ihre Ausgaben mit einer gehörigen Portion Vorsicht tätigen werden. Vom privaten Konsum sind damit auch in diesem Jahr trotz steigender Realeinkommen keine nennenswerten Impulse zu erwarten.

Dennoch möchte ich betonen, dass es durchaus auch positive Flecken auf dem deutschen Konjunkturbild gibt. Erstens könnte der Arbeitsmarkt in der gegenwärtigen Schwächephase zumindest in der näheren Zukunft stabilisierend wirken. Dies gilt vor allem unter der Annahme, dass die Anpassung des Ar-

beitsvolumens zunächst zu einem erheblichen Teil über die Zeitkomponente erfolgt und Unternehmen zunächst versuchen werden, ihr Stammpersonal zu halten. Die jüngsten Arbeitsmarktdaten bestätigen diese Grundeinschätzung; die Anzahl der Arbeitslosen ist im Dezember saisonbereinigt zwar leicht gestiegen, die saisonbereinigte Arbeitslosenquote beträgt jedoch weiterhin 7,6%.

Zweitens hat die deutsche Wirtschaft ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit in den vergangenen 10 Jahren beharrlich ausgebaut und ihre Bilanzstrukturen erheblich verbessert. Restrukturierungsanstrengungen, Kosteneinsparungen und eine flexiblere Arbeitswelt lassen erwarten, dass die deutsche Wirtschaft diesen Konjunkturabschwung besser verarbeiten kann als in früheren Zeiten.

Drittens entlasten – isoliert betrachtet – der kräftige Rückgang des Ölpreises, der nachlassende Preisdruck bei Nahrungsmitteln sowie der niedrigere (allerdings recht volatile) Euro-Wechselkurs die Wirtschaft.

Viertens ist der Immobilienmarkt – mehr als in anderen Ländern – in einer stabilen Verfassung.

Und fünftens hat der Staat in Deutschland bereits einiges getan, um die heimische Konjunktur zu unterstützen. So kann das im November beschlossene Maßnahmenpaket zur Beschäftigungssicherung einen gewissen zusätzlichen Konjunkturimpuls entfalten, wenngleich man ihn nicht überbewerten sollte.

Von weitaus größerer Bedeutung ist, dass die staatlichen Stützungsmaßnahmen für Banken eine breite Basis für markante Vertrauenseffekte geschaffen

haben. Denn bei allen Rufen für milliardenschwere Konjunkturprogramme sollte nicht vergessen werden, dass die Störungen an den globalen Finanzmärkten die wesentliche Ursache der starken Konjunkturabschwächung sind.

In Deutschland haben wir dank der in den letzten Jahren erreichten Konsolidierungsfortschritte Spielräume geschaffen, um die automatischen Stabilisatoren voll wirken zu lassen. Hierdurch werden bereits erhebliche Stabilisierungswirkungen entfaltet. Es darf aber auch nicht übersehen werden, dass damit die Defizite auch ohne neue Maßnahmen deutlich steigen werden.

Zusätzliche finanzpolitische Stabilisierungsmaßnahmen dürfen das Vertrauen in die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen nicht gefährden. Sie sollten daher nur mit einer vorübergehenden Ausweitung der staatlichen Defizite verbunden sein.

Eine glaubwürdige und absehbare Perspektive für eine Gegenfinanzierung ist vor diesem Hintergrund von zentraler Bedeutung, und ich halte weiterhin die Reform der nationalen Haushaltsregeln im Rahmen der Föderalismuskommission II und eine stärkere rechtliche Verankerung des Ziels solider Staatsfinanzen für eine wichtige Aufgabe der großen Koalition.

Etwaige Maßnahmen sollten darüber hinaus zeitnah erfolgen und das Wirtschaftsgeschehen nicht verzerren. Bei der kurzfristigen Mobilisierung umfangreicher Finanzmittel sollte dem Druck der Partikularinteressen widerstanden werden und nicht auf ein undurchschaubares Maßnahmenpaket mit zahlrei-

chen Sonderbegünstigungen gesetzt, sondern vielmehr ein eher breiter transparenter Ansatz verfolgt werden.

Eine Rückkehr des Vertrauens ist letztlich die entscheidende Voraussetzung für die Bewältigung der Krise. Dies gilt für die Finanzmärkte, aber auch die Gütermärkte. Bei allen Diskussionen über wirtschaftspolitische Maßnahmen sollte daher berücksichtigt werden, dass weder das Vertrauen in eine handlungsfähige Geldpolitik noch in eine handlungsfähige Finanzpolitik aufs Spiel gesetzt werden sollte.

Mit diesem Appell an die Politik möchte ich meine Ausführungen beenden. Ich wünsche Ihnen persönlich und den von Ihnen repräsentierten Unternehmen und Institutionen alles Gute und viel Erfolg im Neuen Jahr.

* * *