

## **Jens Weidmann "Der Geldwert ist stabil"**

von Malte Fischer

**Der Präsident der Deutschen Bundesbank verteidigt die Niedrigzinsen der EZB – warnt aber vor Gewöhnungseffekten und Reformstillstand.**

**Herr Weidmann, die deutschen Sparer zahlen durch niedrige Zinsen die Zeche für die Euro-Rettungspolitik der EZB. Haben Sie als Währungshüter noch Vertrauen in unser Papiergeld, oder legen Sie Ihre Ersparnisse schon in Bitcoin an?**

Über die einzelnen Krisenmaßnahmen kann man zweifellos kontrovers diskutieren, und Sie wissen, dass ich mich nicht scheue, dies zu tun. Aber Ihre Behauptung kann ich so nicht stehen lassen. Der Euro-Raum erholt sich gerade vom schwersten Wirtschaftseinbruch der Nachkriegsgeschichte, entsprechend niedrig ist der Preisdruck. Die [Geldpolitik](#) hat auf diese außergewöhnliche Situation reagiert. Die niedrigen Zinsen treffen nicht nur die Sparer in Deutschland, sondern alle, die derzeit im Euro-Raum ihr Geld risikoarm anlegen möchten. Was Anlagen in das Internet-Geld Bitcoin angeht, wäre ich vorsichtig: Wegen der starken Kursschwankungen und der geringen Tiefe und Intransparenz des Marktes sind diese sicherlich nicht risikoarm. Genau daran hat die Europäische Bankenaufsicht EBA jüngst erinnert. Nach meiner Überzeugung ist das Vertrauen in das auf unabhängigen Notenbanken basierende Geldwesen ungebrochen.

**Der Erfolg von Bitcoin spricht aber dafür, dass die Anleger dem staatlichen Papiergeld zunehmend misstrauen...**

...Bitcoins sind doch überhaupt keine Alternative zu unserem Geld. Sie sind als Zahlungsmittel ein absolutes Nischenprodukt. Versuchen Sie einmal, Ihren Samstagseinkauf mit Bitcoins zu bezahlen. Das treibende Motiv hinter der derzeitigen Nachfrage nach Bitcoins scheint mir eher die Hoffnung auf eine hohe Rendite als das von Ihnen behauptete Misstrauen gegenüber den bestehenden Währungen dieser Welt zu sein. Diese Hoffnung kann aber eben auch enttäuscht werden.

**Bleibt das Problem der niedrigen Zinsen.**

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld und das schwache Kredit- und Geldmengenwachstum bremsen den Aufwärtsdruck auf die Preise. In unserer Dezemberprognose erwarten wir für das nächste und übernächste Jahr Inflationsraten von unter eineinhalb Prozent für den Euro-Raum. Das rechtfertigt eine expansive Geldpolitik. Allerdings entbindet uns Ruhe an der Preisfront nicht von einer sorgfältigen Kosten-Nutzen-Analyse der geldpolitischen Maßnahmen.

**Wie fällt die aus?**

Die Ruhe ist kein Freibrief für beliebige geldpolitische Lockerungen. Ich weise auch immer wieder darauf hin, dass mit den Niedrigzinsen auch Risiken und Nebenwirkungen verbunden sind, die mit der Dauer der lockeren Geldpolitik zunehmen. Es besteht die Gefahr, dass sich Staat und Private an das billige Geld gewöhnen, Strukturreformen unterlassen, Banken und Unternehmen ohne tragfähiges Geschäftsmodell am Leben erhalten. Auch können Vermögenspreisblasen entstehen. Ja, es stimmt: Derzeit wird der

Ertrag sicherer Anlagen sogar von der Inflation aufgezehrt, der Vermögenserhalt fällt schwer. Negative Realzinsen gab es aber auch schon zu D-Mark-Zeiten. Sie dürfen jedoch kein Dauerzustand werden. Die Bürger müssen sich jedenfalls darauf verlassen können, dass die Zinsen wieder rechtzeitig angehoben werden, sobald der Preisdruck zunimmt.

### **Müssten die Zinsen nicht erhöht werden, damit der Reformdruck steigt?**

Unsere Aufgabe ist es, Preisstabilität im Euro-Raum zu gewährleisten. Unser Mandat besteht nicht darin, Reformen zu erzwingen. Wettbewerbsfähige Wirtschaftsstrukturen und solide Staatsfinanzen sind im Eigeninteresse der Mitgliedsländer. Die Krise hat allerdings auch sehr eindringlich gezeigt, dass es der Geldpolitik schwerer fällt, ihr Ziel zu erreichen, wenn diese Voraussetzungen nicht gegeben sind. Deshalb sind für uns als Notenbanken entsprechende Reformen zentral.

### **Die EZB betont zwar, sie richte die Leitzinsen am Durchschnitt der Euro-Länder aus. Studien deuten jedoch darauf hin, dass sie die Zinsen an den Bedürfnissen der schwächsten Mitglieder orientiert.**

Wenn das so wäre, hätten wir ja wohl kaum unser Primärziel erreichen können, die Inflationsrate unter, aber nahe zwei Prozent zu halten. Der Kaufkraftverlust des Euro während der 15 Jahre seiner Existenz liegt bei genau zwei Prozent pro Jahr. Damit war er geringer als der in den letzten 15 Jahren der D-Mark in Deutschland, auch wenn solche Vergleiche immer etwas oberflächlich sind, da sie die unterschiedlichen Rahmenbedingungen nicht berücksichtigen. Unsere Zinsentscheidungen lassen sich auch nicht einfach in Formeln abbilden. Klar ist natürlich: Wenn sich eine signifikante Anzahl von Euro-Ländern in der Krise befindet, wächst der Druck auf das Euro-System, die Anpassungslast zu mildern. Diesem Druck müssen wir standhalten und die Geldpolitik konsequent am Durchschnitt des Euro-Raums ausrichten.

## **Vorsicht, die Euro-Krise ist noch längst nicht vorbei**

**Für manche Länder fällt die Geldpolitik dann aber zu expansiv aus, für andere ist sie zu restriktiv.**

In den Ländern, in denen die Geldpolitik tendenziell zu expansiv ist, können Finanzstabilitätsrisiken wie zum Beispiel Vermögenspreisblasen entstehen. Dem muss dann aber beispielsweise mit anderen Instrumenten als denen der Geldpolitik begegnet werden – etwa durch höhere Eigenkapitalvorgaben für bestimmte Bankkredite. Den Bedarf für eine solche makroprudenzielle Politik...

### **...Sie meinen eine besondere Branchenaufsicht für Banken...**

...haben wir im Vorfeld der Krise zu wenig beachtet. Deshalb gibt es in Europa jetzt den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken und in Deutschland den Ausschuss für Finanzstabilität, die solche Risiken rechtzeitig aufspüren und Maßnahmen vorbereiten sollen.

### **Na prima, dann ist die Euro-Krise vorbei?**

Vorsicht, die Euro-Krise ist noch längst nicht vorbei. Sie ist derzeit an den Finanzmärkten weniger spürbar als vor gut einem Jahr. Dazu haben neben den Reformfortschritten in den Krisenländern, die fiskalischen Rettungsmechanismen, aber wohl auch die Ankündigung der EZB beigetragen, unter bestimmten Bedingungen notfalls unbegrenzt Staatsanleihen von Krisenländern zu kaufen. Die Euro-Krise ist ein komplexes Geflecht aus Finanz-, Staatsschulden- und Strukturkrise. Bei der Haushaltskonsolidierung und bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hat es in den Krisenländern einige Fortschritte gegeben, die auch nicht kleingeredet werden sollten. Doch es dürfte noch Jahre dauern, bis die

Ursachen der Krise wirklich beseitigt sind.

**Derzeit sinken in einigen Peripherieländern die Verbraucherpreise. Das hat Ängste vor einer Deflation geweckt.**

Für den Euro-Raum insgesamt – und das ist für uns geldpolitisch relevant – rechnen wir auf Sicht der nächsten zwei Jahre mit Preissteigerungen zwischen ein und anderthalb Prozent. Die Inflationsrate wird also niedrig, aber positiv sein. Die längerfristigen Inflationserwartungen liegen zudem in der Nähe von zwei Prozent. Das Risiko einer Deflation ist somit bei einer Gesamtbetrachtung sehr begrenzt. Dass die Preise in einigen südlichen Ländern sinken, ist Teil der Anpassung, um diese Länder wieder wettbewerbsfähig zu machen. Eine sich selbst verstärkende und erwartungsgetriebene Deflation, die krisenverschärfend wirkt, sehe ich auch dort nicht.

**Dennoch spekulieren die Märkte über weitere Lockerungsmaßnahmen der EZB wie einen negativen Zins für Einlagen der Banken.**

Ich halte es nicht für sinnvoll, direkt nach der Zinssenkung im November schon wieder öffentlich über die nächsten Maßnahmen zu spekulieren. Unsere Botschaft ist: Die EZB ist bereit zu handeln, wenn dies nötig ist. Allerdings sind die traditionellen Instrumente an der Null-Zins-Grenze weniger wirksam. Es ist beispielsweise auch nicht auszuschließen, dass Banken die mit negativen Einlagesätzen verbundenen Kosten über höhere Zinsen auf die Kreditnehmer überwälzen. Negative Einlagenzinsen können daher eventuell das Gegenteil von dem bewirken, was eigentlich gewünscht wird, nämlich dass das bereitgestellte Zentralbankgeld zur verstärkten Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte genutzt wird.

**Wie wäre es denn mit neuen Geldleihgeschäften, die die EZB an die Bedingung knüpft, dass damit Kredite an Unternehmen in Krisenländern vergeben werden?**

Die EZB hat beschlossen, allen Banken im Euro-Raum bis Mitte 2015 über ihre regulären Refinanzierungsgeschäfte so viel Liquidität zur Verfügung zu stellen wie benötigt. Diese Vollzuteilung gibt den Banken Sicherheit über die Liquiditätsversorgung. Ich sehe es grundsätzlich skeptisch, wenn die Notenbank zur Feinsteuerung von regionaler oder sektoraler Kreditvergabe der Banken aufgefordert wird. Das endet schnell in planwirtschaftlichen Ansätzen. Es würde die Geldpolitik weiter politisieren. Zentralbanken sollten nicht in die Geschäftsentscheidungen der Banken eingreifen, um die Kredite in bestimmte Regionen oder an bestimmte Kreditnehmer zu leiten. Bei den bisherigen sehr langfristigen Refinanzierungsgeschäften hat sich allerdings leider gezeigt, dass die bereitgestellte Liquidität nicht in die Kreditvergabe an die Realwirtschaft geflossen ist, sondern größtenteils zum Ankauf von Staatsanleihen verwendet wurde. Bei möglichen künftigen Geschäften sollten wir dies verhindern. Am einfachsten und schlüssigsten durch eine Bepreisung, die solche Carry-Trades unattraktiv macht.

## **Sinnvolle Regulierungen für Banken**

**Fakt ist, die Banken vergeben mit dem Geld kaum Kredite in den Krisenländern...**

...was zum einen seine Ursache in einer schwachen Kreditnachfrage hat, aber wohl auch eine Folge der notwendigen Bilanzbereinigung der Institute dort ist. Dazu kommt, dass in Ländern mit schwächerer Konjunktur und größeren strukturellen Problemen die Ausfallrisiken für die Banken höher sind. Deshalb müssen sie dort höhere Risikoaufschläge in den Zinsen verlangen. Das mag zwar die Kreditvergabe bremsen. Langfristig aber stärkt eine solidere Kreditvergabe die Stabilität des Finanzsystems. Im Übrigen ist die Kreditvergabe auch in den Krisenländern sektoral sehr unterschiedlich. Selbst in einem Land mit hohem Anpassungsdruck wie Spanien werden zwar Kredite an

den Bausektor abgebaut, aber exportorientierte Unternehmen erhalten sehr wohl Kredite.

**Sollte das Bundesverfassungsgericht im nächsten Jahr zu dem Schluss kommen, dass das Anleihekaufprogramm der EZB nicht mit dem deutschen Grundgesetz vereinbar ist, fällt womöglich der Schutzschirm für kriselnde Euro-Länder weg. Was wäre die Folge?**

Über das Urteil des Verfassungsgerichts will ich nicht spekulieren. Als Staatsbürger irritiert mich bei der Debatte allerdings, dass mitunter der Eindruck erweckt wird, die verfassungsrechtliche Beurteilung müsse von etwaigen Finanzmarktreaktionen abhängig gemacht werden. Rechtssicherheit ist ein hohes Gut. Meine Haltung im Hinblick auf das Staatsanleihekaufprogramm ist ja bekannt. Ich sehe es kritisch, und ich trete für eine klare Trennung von Geld- und Finanzpolitik ein.

**Aber Sie machen sich doch sicherlich Gedanken, was passiert, wenn der Schutzschirm der Anleihekäufe zuklappt.**

Es kommt doch letztlich auf die Regierungen der betroffenen Länder an. Sie müssen die Anleger durch Reformen und einen nachhaltigen Kurs von der Solidität ihrer Staatsfinanzen und der Leistungsfähigkeit der Wirtschaft überzeugen. Gelingt dies vorübergehend nicht und sehen die Partner die Finanzstabilität gefährdet, stünden die Instrumente des Euro-Rettungsschirms ESM zur Verfügung, über deren Einsatz Parlamente und Regierungen der einzelnen Länder entscheiden. Nur sie sind auch dazu legitimiert, solche Entscheidungen zu treffen, die Notenbanken nicht.

**Bleiben wir bei den Finanzmärkten. Seit Monaten sind die Aktienkurse im Höhenflug. In den USA, in Deutschland, Großbritannien und der Schweiz gehen zudem die Immobilienpreise steil nach oben. Befeuern die Zentralbanken mit ihrer expansiven Geldpolitik neue Preisblasen?**

Derzeit suchen die Anleger wegen der niedrigen Zinsen nach Rendite. Deshalb strömt viel Liquidität in die Vermögensmärkte. Bei Unternehmensanleihen hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich jüngst auf die Gefahr von Überbewertungen hingewiesen. In Deutschland sehen wir in einigen regional begrenzten Immobilienmärkten einen stärkeren Preisanstieg. Wir müssen daher genau beobachten, ob sich daraus ein systemisches Problem entwickelt, das die Finanzstabilität in Deutschland oder womöglich der Währungsunion gefährdet. In einem solchen Fall ist im Euro-Raum die neue makroprudenzielle Aufsicht gefordert. Die einheitliche Geldpolitik kann nicht länderspezifisch reagieren.

**Renommierte Ökonomen werfen den Zentralbanken vor, sie hätten mit ihrer expansiven Geldpolitik die Finanzkrise verursacht. Statt aus ihren Fehlern zu lernen, würden die Notenbanken nun ohne Konzept immer mehr Geld in das Finanzsystem pumpen.**

Moment mal. Sie müssen berücksichtigen, vor welchen Herausforderungen die Notenbanken in den vergangenen Jahren standen. Sie sind mit den Auswirkungen der schwersten Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit konfrontiert. Und zwar als Ergebnis einer gefährlichen Kombination aus Bankenschiefen sowie Schulden- und Zahlungsbilanzkrisen. In diesem Umfeld haben sie mit ihren Entscheidungen auch Neuland betreten. Von Konzeptionslosigkeit kann aber keine Rede sein. Der Geldwert ist stabil, und das hohe Vertrauen in die Zentralbanken erkennen Sie an den stabil verankerten langfristigen Inflationserwartungen. Aber in einem gebe ich Ihnen recht: Die Vorstellung, wir können mit billigem Geld die Ursachen der Krise bekämpfen, ist gefährlich. Geldpolitik wirkt wie ein Schmerzmittel, nachlassende Symptome dürfen nicht davon ablenken, die Ursachen zu therapieren. Anders gewendet, es besteht das Risiko, dass die Geldpolitik aus Rücksicht auf die Folgen an den Finanzmärkten zu lange zu expansiv

bleibt.

### **Bei den Banken machen Sie sich mit der Forderung nach zusätzlichen Regulierungen keine Freunde.**

Wir müssen sinnvoll regulieren, damit wir auf der einen Seite die Risiken für die Finanzstabilität reduzieren und auf der anderen Seite die Funktionsfähigkeit des Bankensystems in seiner dienenden Rolle für die Realwirtschaft erhalten. Nicht jedes Regulierungsvorhaben ist zielführend, aber das heißt nicht, dass wir die Regulierungsagenda schon abgearbeitet haben.

### **Was fehlt noch?**

Das Problem des Too-big-to-fail beispielsweise ist noch nicht gelöst. Darüber hinaus müssen wir immer auch im Blick behalten, wie Banken oder andere Finanzmarktakteure auf Regulierungen reagieren und wie sie ihr unter Umständen ausweichen. Deshalb ist es auch so wichtig, die sogenannten Schattenbanken in die Regulierung mit einzubeziehen.

## **Das Vertrauen in die Banken stärken**

### **Angeblich haben die Banken auch bei der Festsetzung des Goldpreises und von Wechselkursen getrickst. Wie lässt sich denn so etwas verhindern?**

Falls sich diese Vorwürfe bewahrheiten, dann handelt es sich um kriminelles Verhalten. Das sollte entsprechend hart bestraft werden.

### **Die europäische Bankenunion hat ja unter anderem das erklärte Ziel, die gegenseitige Abhängigkeit von Banken und Staaten zu durchbrechen. Dabei besteht aber die Gefahr, dass das Problem lediglich von der nationalen auf die europäische Ebene verschoben wird. Wäre es nicht endlich an der Zeit, dass Banken ihre Staatsanleihen mit Eigenkapital unterlegen müssen?**

Das fordere ich seit mehr als einem Jahr. Es ist auch eine logische Folge der Bankenunion. Wenn die regulatorische Behandlung von Staatsanleihen nicht geändert wird, laufen wir in der Tat Gefahr, die Verbindung von Banken und Staaten nicht zu kappen, sondern das Problem lediglich auf die europäische Ebene zu hieven. Gleichzeitig haben wir in der Krise gesehen, dass die nationale Bankenaufsicht dazu tendiert, auf ihr eigenes Bankensystem mit einem zu rosigen Blick zu schauen. Die Europäisierung der Bankenaufsicht ist daher eine sehr sinnvolle Ergänzung der Währungsunion. Eine gemeinsame Verantwortung bedeutet aber auch, gemeinsam für die Folgen von Entscheidungen einzustehen.

### **Das heißt, der Steuerzahler soll bluten?**

Gerade nicht. Was wir benötigen, sind Regeln, um Banken abzuwickeln, ohne dass der Steuerzahler in der ersten Verteidigungslinie steht. Stattdessen müssen entsprechend dem Prinzip der Eigenverantwortung zunächst die Eigentümer und Gläubiger haften, wenn es zu Problemen kommt. Der Einsatz öffentlicher Mittel muss die absolute Ausnahme werden und sollte auch nur dann in Betracht kommen, wenn die Bank ein tragfähiges Geschäftsmodell hat. Dabei spricht auch in dem noch zu schaffenden europäischen Abwicklungsregime vieles für einen weiteren nationalen Eigenbeitrag. Denn auch nationale Politikentscheidungen werden weiterhin einen Einfluss auf die Qualität von Bankbilanzen haben.

### **Was meinen Sie konkret?**

Ich denke da beispielsweise an das Insolvenzrecht. Wenn ein Staat dieses ändert, wirkt sich das auch sofort auf die Qualität der Bankbilanzen in diesem Land aus. Dafür eine

gemeinsame europäische Haftung zu fordern, macht keinen Sinn. Oder wenn sich Banken mit Staatsanleihen vollsaugen, dann führt man im Grunde mit einer gemeinsamen Haftung für die Banken auch eine gemeinsame Staatshaftung ein. Das würde den Grundsatz der Währungsunion untergraben, der gerade besagt, dass die Nationalstaaten selbst für ihre fiskalpolitischen Entscheidungen haften sollen.

### **Ein Restrisiko bleibt also beim Nationalstaat?**

Wenn es um den Einsatz von Steuergeldern geht, bin ich in der Tat der Auffassung, dass wir diese Risiken aus den eben genannten Gründen nicht vollständig vergemeinschaften sollten.

### **Wie soll beim angekündigten Banken-Stresstest mit dem Risiko von Staatsanleihen umgegangen werden?**

Die Krise hat gezeigt, dass von Staatsanleihen auch Risiken für die Bankbilanzen ausgehen können, und dies gehört im Stresstest berücksichtigt. Nur ein Stresstest mit Stress für die Staatsanleihen dürfte als glaubwürdig angesehen werden. Schließlich geht es doch darum: Ohne glaubwürdigen Stresstest und Transparenz in Bezug auf die Werthaltigkeit der Bilanzpositionen wird das Vertrauen in die europäischen Banken nicht gestärkt werden können.

### **Manche Banken erhöhen ihre Eigenkapitalquote mit Tricks. In Italien werten sie ihre Anteile an der Notenbank auf. In Spanien werden Ansprüche auf Steuererstattung zur Hälfte dem Eigenkapital hinzugerechnet. Stärkt das die Glaubwürdigkeit?**

Wohl eher nicht.

### **Was kann man dagegen unternehmen?**

Das hängt davon ab, ob die Maßnahmen nach den Bilanzregeln darstellbar sind. Aber auch nicht alles, was bilanziell zulässig ist, stärkt das Vertrauen in den Bankensektor. Daher würde ich generell Maßnahmen bevorzugen, die dem Bankensektor tatsächlich zusätzliches Eigenkapital zuführen.

### **Am Ende der Haftungskaskade steht immer der Rettungsfonds ESM. Ob dieser Banken nun direkt kapitalisiert oder über Kredite an Staaten – steckt dahinter nicht in jedem Fall eine Gemeinschaftshaftung für die Banken?**

Im Augenblick geht es darum, die bestehenden Altlasten in den Bankbilanzen zu ermitteln. Diese sind unter der nationalen Aufsicht entstanden, und deshalb ist es konsequent, dass dafür letzten Endes auch die Nationalstaaten geradestehen. Wenn sie das nicht aus eigener Kraft können, dann kann ihnen ein Kredit des ESM gewährt werden, der für diese Fälle eingerichtet worden ist.

---