

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

**Aktuelle Herausforderungen für die Geldpolitik**

Rede anlässlich der Investmentkonferenz  
des Bankhauses der Sal. Oppenheim jr. & Cie  
in Köln  
am Freitag, 9. März 2007

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 18

## Gliederung

1	Begrüßung .....	2
2	Geldpolitischer Ausblick.....	3
	2.1 Kurz- bis mittelfristige Perspektive: Wirtschaftliche Analyse und konjunkturelle Sicht der Preisrisiken .....	3
	2.2 Mittel- bis langfristige Perspektive: Monetäre Entwicklung und langfristige Inflationstrends .....	7
	2.3 Geldpolitisches Fazit .....	8
3	Globale Liquidität .....	9
	3.1 Entwicklung der globalen Liquidität .....	9
	3.2 Implikationen für die Geldpolitik.....	11
4	Schluss .....	17

## 1 Begrüßung

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich freue mich, heute zu Ihnen in Köln sprechen zu können.

Dem Veranstalter dieser Konferenz ist zu der weitsichtigen Themenwahl „Globale Anpassungsprozesse, Chancen und Herausforderungen für die Kapitalmärkte“ zu gratulieren. Das Thema könnte angesichts der deutlichen Kurskorrektur an den Aktienmärkten seit letzter Woche nicht aktueller gewählt worden sein. Ich möchte die Konferenz zum Anlass nehmen, um auf einen Aspekt einzugehen, der in letzter Zeit an den Finanzmärkten verstärkt diskutiert wurde: die globale Liquiditätsentwicklung und ihre Auswirkungen auf das internationale Finanzsystem.

Lassen Sie mich aber zunächst von den Ergebnissen der gestrigen EZB-Rats-Sitzung berichten.

## 2 Geldpolitischer Ausblick

Der EZB-Rat hat auf seiner gestrigen Sitzung die Leitzinsen um 25 Basispunkte, d.h. auf 3,75 %, angehoben. Seit Dezember 2005 ist dies der siebte Zinsschritt in Folge. Die Zinserhöhungen waren geboten, um den Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken.

Was aber waren die Beweggründe unseres Beschlusses? Wie Sie sicherlich wissen, besteht der Analyserahmen des Eurosystems aus zwei Perspektiven: Im Mittelpunkt der kurz- bis mittelfristigen Perspektive befindet sich die wirtschaftliche Analyse und die konjunkturelle Sicht der Risiken für die Preisstabilität. Ihr gegenüber steht die mittel- bis langfristige Perspektive, die die monetäre Entwicklung und Inflationstrends zum Gegenstand hat. Dieser Analyserahmen erlaubt es, Inflationsrisiken für unterschiedliche Zeithorizonte zu bewerten. Ferner gewährleistet er eine umfassende Beurteilung des relevanten Umfelds sowie eine wechselseitige Gegenprüfung der Analyseergebnisse.

### 2.1 Kurz- bis mittelfristige Perspektive: Wirtschaftliche Analyse und konjunkturelle Sicht der Preisrisiken

Die Wirtschaft des Euro-Raums befindet sich auf einem soliden und stabilen Wachstumskurs. Die jüngsten Indikatoren und Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass sich der Aufschwung im Euro-Raum weiter festigt und auch im Jahr 2007 breit angelegt bleibt. So ist das reale BIP laut der Schnellschätzung von Eurostat im vierten Quartal 2006 saisonbereinigt um 0,9 %

gestiegen. Im Jahresdurchschnitt 2006 hat es um 2,7 % und damit deutlich stärker als im Vorjahr (+1,4 %) zugenommen. Auch das für die Jahre 2007 und 2008 erwartete Wirtschaftswachstum liegt im Durchschnitt des Vorhersagekorridors mit 2,5 % (in 2007) und 2,4% (in 2008) leicht über der Potenzialrate.

Der fortgesetzte Aufschwung der deutschen Volkswirtschaft hat maßgeblich zur positiven Entwicklung im Euro-Raum beigetragen. In Deutschland betrug das BIP-Wachstum im vierten Quartal 2006 ebenfalls 0,9 %. Im Jahresdurchschnitt 2006 hat es mit 2,9 % sogar den höchsten Stand seit dem Jahr 2000 erreicht.

Das Potenzial für einen sich selbst tragenden Aufschwung ist in Deutschland im Kern vorhanden. Die starken außenwirtschaftlichen Impulse der letzten Jahre haben einen zunehmend robusteren Aufschwung der Binnenwirtschaft ausgelöst. Vor allem die Industrie hat sich zu einem weiteren Schrittmacher entwickelt – trotz einer zuletzt ruhigeren Gangart. Diese Entwicklungen – sowie die bislang moderate und produktivitätsorientierte Lohnpolitik der deutschen Tarifparteien – haben zu einer anhaltenden Besserung am deutschen Arbeitsmarkt geführt. Die Zahl der Arbeitslosen lag im Februar saisonbereinigt zum zweiten Mal in Folge unter vier Millionen; die Arbeitslosenquote ist im Jahr 2006 um fast zwei Prozentpunkte auf 9,3 % gefallen. Mit der deutlichen Aufhellung am Arbeitsmarkt ist eine entscheidende Voraussetzung für die Kräftigung des privaten Konsums erfüllt.

Die kräftige Mehrwertsteuererhöhung zum Jahresbeginn stellt zwar einen beträchtlichen Einkommensentzug und damit eine Belastung für die deutsche Wirtschaft dar. Aber die deutsche Konjunktur ist inzwischen weiter gefestigt, so dass der belastende kontraktive Fiskalimpuls verkräftbar sein dürfte. Es bestätigt sich derzeit unsere Erwartung, dass der Mehrwertsteuerbedingte Kaufkraftentzug zu einer Konjunkturdelle im ersten Quartal führt, jedoch nicht zu einem Abbruch des Aufschwungs. Darüber hinaus lassen sich auch entsprechende Preiseffekte nachweisen: Nach unserer ersten groben Schätzung hat die Anhebung der Mehrwertsteuer zur Jahresteuersatzrate des deutschen HVPI (Harmonisierter Verbraucherpreisindex) bis zum Januar knapp einen Prozentpunkt beigetragen. Davon entfallen rund zwei Drittel auf den Januar selbst, knapp ein Drittel auf Vorzieheffekte aus dem Jahr 2006.

Trotz Mehrwertsteuererhöhung bleiben die Konjunkturperspektiven für das Jahr 2007 weiterhin günstig: Der Aufschwung wird sich in Deutschland fortsetzen, wenn auch mit einem etwas geringeren Tempo. Die Deutsche Bundesbank erwartet ein Wirtschaftswachstum von rund 2 % für das laufende und auch für das kommende Jahr.

Beide Wachstumsraten liegen leicht oberhalb des geschätzten Potenzialwachstums von rund 1 ½ %. Dafür, dass der Aufschwung in Deutschland schrittweise in einen steileren Wachstumspfad einmündet, gibt es allerdings noch keine eindeutige empirische Evidenz. Von entscheidender Bedeutung

für einen solchen Prozess wären weiterhin eine moderate Tarifpolitik, eine disziplinierte Finanzpolitik sowie wirtschaftspolitische Strukturreformen.

Aber zurück zur gestrigen Leitzinserhöhung: Die Inflationsrisiken im Euro-Raum erscheinen auf die kurze Frist relativ ausgeglichen: Im vergangenen Jahr ist der HVPI im Jahresdurchschnitt um 2,2 % gestiegen, im Januar und (laut Schnellschätzung) auch im Februar um 1,8 %. Hierbei ist zu beachten, dass die Effekte der deutschen Mehrwertsteuererhöhung durch den niedrigeren Ölpreis zum Teil kompensiert wurden.

Für den Rest des Jahres erwarten wir eine gewisse Volatilität der Verlaufsraten der Inflation: Während kräftige statistische Basiseffekte die Inflation im Währungsgebiet zunächst dämpfen, werden sie die Entwicklung im zweiten Halbjahr wieder antreiben. Dieses Verlaufsmuster ist jedoch nur vorübergehend und auf die vorangegangene relativ günstige Entwicklung der Rohölpreise zurückzuführen. Eine mittelfristig orientierte Geldpolitik muss durch derartige temporäre Schwankungen hindurchschauen und darf die kurzfristige Volatilität in der Inflationsentwicklung nicht überbetonen.

Die jüngsten makroökonomischen Projektionen der Experten des Eurosystems sehen die Inflationsrate im Euro-Raum in diesem und im kommenden Jahr um 2 %. Bei der Bewertung dieser Größe sind zwei Aspekte zu berücksichtigen: Erstens basieren die Projektionen auf Markterwartungen; gegebenenfalls am Markt erwartete zukünftige Zinsschritte des Eurosystems sind daher bereits einbezogen. Zweitens sieht der EZB-Rat gegenüber dem in den Projektionen angenommenen Basisszenario unverändert mittel- bis

langfristige Aufwärtsrisiken für die Preisentwicklung. Diese können sich aus unerwartet kräftigen Lohnsteigerungen vor dem Hintergrund des sich aufhellenden Arbeitsmarkts und der zunehmenden Kapazitätsauslastung ergeben. Hinzu kommen ein stärker als derzeit antizipiertes Durchschlagen vergangener Ölpreisanstiege auf die Verbraucherpreise sowie ein erneutes Anziehen der Rohölpreise. Diese Faktoren können zu einem stärkeren Inflationsauftrieb relativ zum Basisszenario der Projektionen führen.

Dies zeigt deutlich: In der gegenwärtigen Situation ist es unverändert wichtig, dass die Tarifvertragsparteien im Euro-Raum ihrer Mitverantwortung für ein preisstabiles Umfeld gerecht werden.

## **2.2 Mittel- bis langfristige Perspektive: Monetäre Entwicklung und langfristige Inflationstrends**

Die monetäre Dynamik im Euro-Raum bestätigt die gegenwärtigen Preisrisiken. Das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 ist seit geraumer Zeit stark gewachsen; im Januar lag die Zuwachsrate bei 9,8 % und erreicht damit ihren höchsten Wert seit Einführung des Euro. Besonders dynamisch zeigte sich im Januar das Wachstum der marktnah verzinsten Komponenten (das heißt kurzfristige Termineinlagen und marktfähige Finanzinstrumente). Die damit verbundene Marktnachfrage steht im Zeichen der Zinsnormalisierung.

Das beschleunigte Geldmengenwachstum korrespondiert mit einem kräftigen Anstieg der Kreditvergabe an den privaten Sektor, insbesondere an nichtfinanzielle Unternehmen. Seit einem Jahr liegen die Zuwachsraten im

zweistelligen Bereich, so im Januar bei 10,6 %. Diese hohen Werte sind auch Folge des immer noch vergleichsweise moderaten Zinsniveaus.

Nach Maßgabe aller relevanten Messgrößen ist die Liquidität im Euro-Raum reichlich bemessen und höher als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums notwendig wäre.

### **2.3 Geldpolitisches Fazit**

Die Zinsen im Euro-Raum stützen die Wirtschaftsentwicklung nach wie vor. Auch nach der gestrigen Zinserhöhung bleibt die geldpolitische Ausrichtung des Eurosystems im derzeitigen Umfeld nach wie vor auf der akkommodierenden Seite, und die konjunkturellen Aussichten sowie die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft sind unverändert günstig.

Wir werden im Eurosystem alle Entwicklungen sehr genau verfolgen und – in Abhängigkeit der Datenlage – jederzeit handlungsbereit sein. Der EZB-Rat ist entschlossen, die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen auch weiterhin auf einem mit Preisstabilität zu vereinbarenden Niveau solide zu verankern. Dies ist der beste Beitrag, den wir für das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung im Euro-Raum leisten können.



## 3 Globale Liquidität

### 3.1 Entwicklung der globalen Liquidität

Erlauben Sie mir nun aber einen Blick über das geldpolitische Tagesgeschäft hinaus hin zu globaleren Fragestellungen. Die meisten Vorträge der letzten beiden Tage werden in der ein oder anderen Weise folgende Feststellung aufgegriffen haben: Die Weltwirtschaft erlebt einen ungewöhnlich langen Zeitraum von historisch niedrigen Zinsen, steigenden Vermögenspreisen und einem starken weltweiten Wirtschaftswachstum. Dieser grundsätzliche Befund steht nicht in Widerspruch zu einzelnen Phasen, in denen Preiskorrekturen und erhöhte Volatilität zu beobachten sind. Eine gewisse Zyklizität ist den Finanzmärkten inhärent. Dies sollten die Marktteilnehmer nicht vergessen und daher auch nicht dramatisieren. Sie sollten die Zyklizität zudem vorausschauend in ihre Preisbildungsprozesse einbeziehen.

Zeitgleich mit den gerade genannten Feststellungen beobachten wir weltweit eine reichlich vorhandene Liquidität: Das Wachstum der Geldmengenaggregate hat sich seit Mitte der neunziger Jahre weltweit beschleunigt. Nimmt man die einfache Summe der weit gefassten Geldmengenaggregate aus 163 Ländern, ist die jährliche Wachstumsrate von knapp 3 % in 1993 auf knapp 9 % in 2005 gestiegen.<sup>1</sup>

Zu der Beschleunigung des Geldmengenwachstums beigetragen hat unter anderem die akkommodierende Geldpolitik der Zentralbanken in den gro-

---

<sup>1</sup> Europäische Zentralbank (2006), Geldmengenaggregate: Weltweite Trends und konzeptionelle Fragen, Monatsbericht November 2006.

ßen Industriestaaten, insbesondere der Fed, des Eurosystems und der Bank of Japan. Allerdings hat die Geldpolitik seit 2005 in vielen Ländern, so auch im Eurosystem, eine deutliche Straffung erfahren; der Einfluss auf die globale Liquidität ist bislang aber nur moderat. Eine weitere Ursache der globalen Liquiditätsschwemme bildet die Ausrichtung der Wechselkurspolitik insbesondere bei einigen der asiatischen Notenbanken, die insbesondere auch im Zusammenhang mit den globalen Ungleichgewichten zu sehen ist.

Auf den heutigen, weit entwickelten Finanzmärkten stellt Zentralbankgeld jedoch nur einen Bruchteil der relevanten Liquidität dar. Die übrige Liquidität resultiert aus der endogenen Geldschöpfung des privaten Sektors, das heißt aus Entscheidungen der Unternehmen und Haushalte, Kredite nachzufragen bzw. anzubieten.

Diese endogene Liquiditätsdynamik wird zweifelsohne beschleunigt durch das aktuelle Finanzmarktumfeld, das durch das niedrige Zinsniveau (insbesondere im Langfristbereich) und die niedrige Volatilität geprägt wird. Die historisch niedrige Volatilität ist sowohl auf gesamtwirtschaftlicher Ebene feststellbar, gemeinhin bekannt als das Phänomen der „great moderation“ bei Wachstums- und Inflationsraten, als auch an den Finanzmärkten. Hier wird sie häufig auf die verbesserte Kreditqualität der Unternehmen zurückgeführt. Hinzu kommen die dynamische Entwicklung der Märkte für Kreditrisikotransfer, die die Flexibilität im Umgang mit Kreditrisiken erhöhen, sowie die Tatsache, dass Risikobeurteilungen weltweit zunehmend einheitlicher ausfallen, was tendenziell zu geringen Unterschieden in den Handelsmus-

tern führt. In jedem Fall sorgen die günstigen Finanzierungsbedingungen und die niedrige Volatilität an den Finanzmärkten für eine gestiegene Bereitschaft zur Risikoübernahme und zu einer erhöhten Verschuldungsneigung, was das Liquiditätswachstum weiter stimuliert.

### **3.2 Implikationen für die Geldpolitik**

Geht man nach Lehrbüchern, müsste sich das beschleunigte globale Geldmengenwachstum in einem Anstieg der Verbraucherpreise niederschlagen. Dies ist derzeit jedoch nicht generell der Fall. Im Gegenteil, die Inflationsentwicklung verhält sich weltweit eher moderat, trotz des kräftigen Anstiegs der Rohölpreise in den letzten Jahren. Auch die Inflationserwartungen sind fest verankert. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die weltweit gestiegene Glaubwürdigkeit der Geldpolitik. Außerdem mag der Inflationsdruck in den letzten Jahren auch durch die Effekte der Globalisierung (und den mit ihr verbundenen weltweiten Wettbewerb bei Löhnen und handelbaren Gütern) gedämpft worden sein. Hierbei handelt es sich aber nicht um einen dauerhaften Effekt.

Vielfach wird unterstellt, dass die Liquidität auf die Vermögenmärkte „überschwappt“. Damit würde „zu viel Geld“ zunächst nicht „zu wenige Güter“, sondern „zu wenige Vermögensaktiva“ jagen. Diese Argumentation folgt der klassischen Theorie von der Transmission monetärer Impulse: Ein erhöhtes Geldmengenwachstum kann zunächst über Substitutionseffekte einen Anstieg der Preise von Anleihen, Aktien, Immobilien und Rohstoffen bewirken;

die resultierenden Vermögens- und Einkommenseffekte lösen jedoch mittel- bis langfristig realwirtschaftliche Reaktionen aus.

Wie ist der Effekt der Liquiditätsentwicklung auf den verschiedenen Märkten für Vermögensaktiva zu beurteilen?

Beginnen wir mit den Anleihemärkten: Hier herrscht in einem Punkt weitgehende Einigkeit: Das derzeit auffallend niedrige Niveau der Langfristzinsen kann nicht überzeugend durch traditionelle makroökonomische Fundamentalfaktoren (wie den Erwartungen über das langfristige BIP-Wachstum und die Inflationsentwicklung) erklärt werden. Stattdessen spiegelt die aktuelle Verflachung der Zinsstrukturkurve nach Untersuchungen von Bundesbank und EZB in erster Linie einen starken Rückgang der Realzinsrisikoprämien wider. Warum die Realzinsrisikoprämien zurückgehen, ist Teil des sogenannten „Zinsrätsels“, von dem der ehemalige Fed-Vorsitzende Alan Greenspan erstmals im Februar 2005 sprach.

Ein populärer Lösungsansatz besteht darin, dass der Prämienrückgang durch nachfrageseitige Sonderfaktoren, etwa eine erhöhte Nachfrage nach lang laufenden (insb. US-)Anleihen, bedingt ist. Zu diesen Sonderfaktoren zählen auch die hohen Währungsreservebestände der asiatischen Zentralbanken, eine Ersparnisschwemme (Bernankes „savings glut“) von Unternehmen und privaten Haushalten in Asien und den Ölförderländern sowie das zunehmend längerfristig orientierte Anlageverhalten von Pensionsfonds und Lebensversicherern. Als alleinige Lösung können diese Sonderfaktoren jedoch nicht befriedigen.

Eine weitere mögliche Erklärung liefert die Komprimierung der Risikoprämie im Zins in Folge einer durch die „Jagd nach Rendite“ angetriebenen Unterschätzung der Risikolage. Sie schlägt sich in den günstigen Finanzierungsbedingungen auf allen Finanzmärkten nieder: dem Kursaufschwung an den Aktienmärkten, den niedrigen Risikoaufschlägen bei Unternehmensanleihen und eben auch im historisch niedrigen Niveau der Anleihezinsen. Gerade Zentralbanker werden in diesem Zusammenhang nicht müde, davor zu warnen, dass das anhaltend günstige Finanzmarktumfeld die Marktteilnehmer nicht zu Sorglosigkeit verleiten darf.

Eine exakte Quantifizierung der einzelnen, vielschichtigen Wirkungskanäle ist schwierig. Fest steht aber, dass die globale Liquidität in mehrere der genannten Ursachen des niedrigen Langfristzinsniveaus mit hineinspielt. Ob dies im Einzelnen aber auf einen kausalen Zusammenhang oder – und danach sieht es derzeit eher aus – nur auf einen gemeinsamen Trend zurückzuführen ist, bedarf noch weiterer Forschungsarbeiten.

Wie verhält es sich auf den anderen Vermögenmärkten? Der starke Preisanstieg auf den Aktien-, Immobilien- und Rohstoffmärkten wird regelmäßig in Zusammenhang mit der globalen monetären Dynamik gebracht. Empirische Belege dafür, dass das Wachstum eines weit gefassten Geldmengenaggregats zu Veränderungen von Vermögenspreisen führt, sind jedoch nicht eindeutig und variieren über die Vermögensklassen hinweg.

Belege für einen Zusammenhang finden sich eher auf Immobilienmärkten als auf den Aktien- und Rohstoffmärkten. So ist die Immobilienpreisentwick-

lung mit der Geldmengendynamik über verschiedene Zeiträume und Länder(gruppen) signifikant positiv korreliert. Korrelation ist hier jedoch nicht mit Kausalität gleichzusetzen: Bisherige Forschungsergebnisse stellen eher eine Sammlung stilisierter Fakten dar, als dass sie eine kausale Interpretation zulassen. Beispielsweise lässt sich nachweisen, dass Überschussliquidität eine recht systematische Vorlaufbeziehung zu kostspieligen Immobilienpreisblasen aufweist.<sup>2</sup> Immerhin sprechen die Indizien in ihrer Gesamtheit dafür, dass eine übermäßige Ausweitung der globalen Liquidität durchaus einen Immobilienpreisanstieg fördern kann.

Der Einfluss der Liquidität auf den Anstieg anderer Vermögenspreise erscheint dagegen geringer. Auf Aktienmärkten können empirische Studien zwar kurzfristig eine Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Preisentwicklung nachweisen; mittel- bis langfristig ist dagegen eine positive Korrelation kaum zu identifizieren. Daher legt der derzeitige Stand der Forschung nahe, dass Aktienkurse vor allem von Neuigkeiten über Produktivitätsfortschritte, Gewinnerwartungen und ähnliche Größen getrieben werden.

Am schwierigsten ist der Einfluss einer Geldmengenausweitung auf die Preise an den Rohstoffmärkten aufzuzeigen. Der Preisanstieg der letzten Jahre scheint demnach im Wesentlichen reale Ursachen zu haben: allen voran die Verschiebung der Rohstoffnachfrage in Folge der hohen wirtschaftlichen Dynamik von Schwellenländern wie China.

---

<sup>2</sup> Detken, C. und F. Smets (2004), Asset price booms and monetary policy, ECB Working Paper 364

Dies alles zeigt: Der Einfluss der globalen Liquidität auf Vermögenspreise ist sehr komplex und in hohem Maße abhängig vom jeweiligen wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld. Und selbst in den Fällen, in denen ein Zusammenhang nachweisbar ist, deutet er zwar auf eine Korrelation hin; der Nachweis der Kausalität steht in der Regel aber noch aus.

Trotzdem kann auch diese Information für die Geldpolitik hilfreich sein. So zeigen unter anderem Untersuchungen von Detken/Smets<sup>3</sup> und Borio/Lowe<sup>4</sup>, dass ein enger Zusammenhang zwischen einer potenziell störungsverursachenden Vermögenspreishausse und einer übermäßigen Liquiditäts- und Kreditschöpfung besteht. Eine vorausschauende Geldpolitik wird deshalb Vermögenspreisentwicklungen neben den Konsumentenpreisen stets sehr genau beobachten.

Das Eurosystem ist hierfür gut gerüstet: Die Gegenprüfung der Informationen aus der wirtschaftlichen und der monetären Analyse zwingt den EZB-Rat quasi automatisch, den Zusammenhang von Vermögenspreisen, Liquiditätsdynamik und Konsumentenpreisentwicklung gebührend zu berücksichtigen und sich mit ihren Ursachen, ihren Interdependenzen im Transmissionsmechanismus und ihren potenziellen Auswirkungen auseinanderzusetzen – ohne dabei das Primärziel, die Sicherung von Preisstabilität, aus den Augen zu verlieren.

---

<sup>3</sup> A.a.O.

<sup>4</sup> Borio, C. und P. Lowe (2004), Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness? BIZ working paper Nr. 157

Über die Analyse der Vermögenspreisentwicklung hinaus wird in der öffentlichen Diskussion vielfach ein offensives Vorgehen der Geldpolitik in Bezug auf Vermögenspreise gefordert. Ein immer wieder aufkommender Vorschlag ist die Strategie des zinspolitischen „Gegen den Wind Lehnen“ mit Blick auf Übertreibungen an den Vermögensmärkten. Diese Strategie bedeutet, dass die Zentralbank spekulativen Blasen an den Vermögensmärkten mit einem Zinssatz gegensteuert, der über dem für Preisstabilität erforderlichen Niveau liegt. Ziel ist es, mögliche adverse Effekte einer platzenden Blase zu verhindern.

Um es gleich vorweg zu nehmen: Ich halte von dieser Vorgehensweise sehr wenig. Bei der Beurteilung der Erfolgchancen einer solchen Strategie stellt sich zunächst das Diagnoseproblem, also die Frage, ob eine Zentralbank fähig ist, eine Vermögenspreisblase rechtzeitig zu erkennen. Dazu müsste sie feststellen, dass die Vermögenspreise ohne fundamentale Ursache von einem (wie auch immer definierten) Gleichgewichtszustand abweichen. Die Identifizierung einer Blase ist jedoch schon im Nachhinein schwierig; für eine Analyse in Echtzeit gilt dies erst recht. Natürlich sind Zentralbanker den Umgang mit einem hohen Grad an Unsicherheit gewöhnt. Dennoch glaube ich nicht, dass wir ein systematisch besseres Verständnis der Vermögenspreisentwicklung haben als der Markt.

Zu dem Diagnoseproblem gesellt sich ein Instrumentenproblem: Eine präventive Feinsteuerung der Vermögenspreise überfordert meines Erachtens die Möglichkeiten der Geldpolitik. Die Zinserhöhungen, die notwendig wä-



ren, um eine Vermögenspreisblase erfolgversprechend zu bekämpfen, wären für die realwirtschaftliche Entwicklung nachhaltig kontraproduktiv, während die Wirkung auf die Finanzmärkte unsicher ist. Stattdessen ist es eher geboten, dass Zentralbanken im frühen Stadium der Blasenentwicklung nur vorsichtig, insbesondere durch Kommunikation ihrer Bedenken, reagieren.

## 4 Schluss

Die Ereignisse der letzten anderthalb Wochen – ausgelöst durch die deutliche Kurskorrektur der chinesischen Aktienindizes am vorigen Dienstag – machen deutlich, dass die globale Liquiditätsentwicklung beileibe nicht nur ein theoretisch relevantes und interessantes Phänomen ist.

Zentralbanken sehen die Überwachung und die Förderung der Finanzstabilität als eine zentrale Aufgabe an. Ein wesentlicher Grund hierfür ist, dass ein stabiles nationales und internationales Finanzsystem wegen der engen Wechselbeziehung unabdingbare Voraussetzung für die Gewährleistung von Preisstabilität ist.

Die „Jagd nach Rendite“ und die reichlich vorhandene globale Liquidität tragen zu einer veränderten Risikowahrnehmung der Marktteilnehmer bei. Sie verstärken die Verwundbarkeit der Finanzmärkte beim Auftreten unerwarteter Schocks.

Die Auswirkungen der chinesischen Kurskorrektur – in Verbindung mit unerwartet schlechten Nachrichten über die Wirtschaftsentwicklungen in anderen Ländern der Welt – spüren wir an den weltweiten Aktienmärkten noch heute. Trotzdem besteht kein Grund, diese Kursrückgänge überzubewerten. Bislang handelt es sich vielmehr um eine Kurskorrektur. Dies ist auch daran zu erkennen, dass die wirtschaftlichen Fundamentaldaten weiterhin in Ordnung sind. Zugleich ist die erfolgte Kurskorrektur eine Warnung, dass Sorglosigkeit und ein Unterpreisen von Risiken auch in einem sehr günstigen Finanzmarktumfeld nicht angebracht sind.

\* \* \*