

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

**Geldpolitik in Zeiten der Finanzkrise**

Luxemburg  
3. November 2009

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 9

---

## Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung .....	2
2	Die Strategie der Geldpolitik – ein Blick zurück .....	3
3	Finanzkrise – Herausforderungen für die Geldpolitik .....	5
4	Geldpolitik und Finanzstabilität – neue Weichenstellungen .....	6
5	Schluss .....	8

## 1 Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren,

gerne bin ich der Einladung von Herrn Döring gefolgt, die Auftaktrede des diesjährigen Luxemburger Finanzmarkt-Forums zu halten. Seien Sie recht herzlich begrüßt.

Bei der Ankündigung meiner Rede dürfte der Titel bei Ihnen für wenig Überraschung gesorgt haben. Denn was liegt näher, als dass ein Notenbanker gut ein Jahr nach der Lehman-Insolvenz und den darauf folgenden massiven Verwerfungen an den Finanzmärkten über die Rolle der Geldpolitik in der Finanzkrise spricht? Ich möchte mich dieser Fragestellung jedoch aus einem anderen, etwas breiteren Blickwinkel zuwenden, als Sie es vielleicht vermuten.

Wie Sie wissen, tagt am Donnerstag wieder der EZB-Rat. In den Tagen davor, der Purdah-Periode, äußern sich seine Mitglieder nicht zur aktuellen Geldpolitik. Daher möchte ich die Gelegenheit, die mir der heutige Abend bietet, nutzen, um gedanklich etwas von den tagesaktuellen geldpolitischen Fragen zurückzutreten und auf die längerfristigen Auswirkungen der Krise auf die Geldpolitik einzugehen.

Die Finanzmarktkrise hat die Weltwirtschaft nicht nur in die schwerste Rezession der Nachkriegszeit mitgerissen, sondern auch viele Gewissheiten und Überzeugungen erschüttert. Zu nennen sind hier etwa die Effizienz der Finanzmärkte, zumindest in ihrem strengen Sinn, und die Einschätzung des volkswirtschaftlichen Mehrwerts bestimmter komplexer finanzieller Transaktionen oder das Urteil darüber, welche Arten wirtschaftlicher Betätigung und wel-

---

che Wirtschaftszweige besonders zukunftssträchtig und gerade in hoch entwickelten Volkswirtschaften Wachstumstreiber sind.

Kritisch hinterfragt werden aber auch die Rolle und das Mandat der Geldpolitik, insbesondere der Stellenwert von Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten für die Ausrichtung der Geldpolitik. Mir geht es dabei um die grundsätzliche, konzeptionelle Frage, was die Krise für die geldpolitische Strategie bedeutet.

Im Folgenden werde ich zunächst einen Blick zurückwerfen und beleuchten, welche Überzeugungen die Geldpolitik der meisten Zentralbanken im Vorfeld der Krise bestimmt haben. Im Anschluss daran will ich kurz auf die spezifischen Anforderungen der Geldpolitik während der Finanzkrise eingehen und verdeutlichen, wieso sich das bisherige Meinungsbild über geldpolitische Strategien geändert hat. Ausgehend davon werde ich auf Art und Notwendigkeit einer stärkeren Verzahnung von Geldpolitik und Finanzstabilität eingehen, die als Reaktion auf die Finanzkrise zur Diskussion steht.

## **2 Die Strategie der Geldpolitik – ein Blick zurück**

Bei allen kontroversen Diskussionen, die auch vor der Finanzkrise bezüglich der geldpolitischen Strategie ausgetragen wurden, bestand in den folgenden Punkten ein weitestgehender Konsens: Erstens wurde der Gewährung von Preisniveaustabilität als geldpolitisches Ziel ein hoher, je nach Mandat der einzelnen Zentralbanken sogar ein überragender Rang eingeräumt. Zweitens wurde das Entstehen von Vermögenspreisblasen nicht aktiv mit dem geldpolitischen Instrumentarium bekämpft.

Auch das Eurosystem folgte weitestgehend diesen Grundsätzen. Jedoch wurde uns aufgrund der 2-Säulen Strategie des fteren ein nicht ganz so stringenter Ansatz wie Zentralbanken vorgehalten, die eine Inflationssteuerung betrieben. Die monetäre Analyse im Rahmen der zweiten Säule erlaubte es, neben eher kurzfristigen Erwartungen über die Entwicklung des Preisniveaus auch die lngerfristigere Entwicklung von Geldmengen- und Kreditaggregaten bei der geldpolitischen Entscheidung zu berücksichtigen. Sie wurde jedoch viel-

---

fach kritisiert, und zwar sowohl mit Blick auf die Stringenz der Begründung geldpolitischer Entscheidungen als auch, noch grundlegender, bezüglich ihrer zusätzlichen Aussagekraft gegenüber der realwirtschaftlichen Analyse.

Die weit verbreitete Überzeugung, von einer Bekämpfung von Vermögenspreisblasen mit dem geldpolitischen Instrumentarium abzusehen, hatte durchaus ernst zu nehmende Gründe. Sie rührte nicht von dem Irrglauben, Vermögenspreisblasen seien unschädlich und für die übergeordneten Ziele der Geldpolitik nicht von Belang, sondern war durchaus das Ergebnis eines sorgfältigen Abwägens zwischen mutmaßlichen Kosten und Nutzen des Eingreifens der Zentralbanken mithilfe ihres geldpolitischen Instrumentariums. Dabei ist die Schwierigkeit, Vermögenspreisblasen zu identifizieren, und die damit verbundene relativ hohe Irrtumswahrscheinlichkeit eines der prominentesten Argumente, die gegen ein Eingreifen sprechen. Dabei kann ein Irrtum zwei Ausprägungen annehmen, bei denen üblicherweise von Fehlern erster und zweiter Ordnung gesprochen wird. Während bei einem Fehler erster Ordnung tatsächlich vorhandene Blasen nicht erkannt werden, spricht man von einem Fehler zweiter Ordnung, wenn eine Blasenentwicklung fälschlicherweise vermutet wird.

Ein weiteres Argument führt die sehr hohen realwirtschaftlichen Kosten an, die entstehen können, wenn die Geldpolitik entgegen dem realwirtschaftlichen Ausblick gestrafft wird, um mutmaßliche Vermögenspreisblasen zu bekämpfen. Eine solche Entscheidung ist auch schwierig zu kommunizieren, gerade dann, wenn sie Erfolg hat und die weitere Ausdehnung der Blase verhindert: Sichtbar für die Märkte sind dann nur die restriktivere geldpolitische Ausrichtung, nicht aber die vermiedenen Kosten einer platzenden Blase.

Darüber hinaus stellt sich insbesondere für das Eurosystem das Problem, dass Vermögenspreisblasen nicht homogen in allen Regionen und Segmenten auftreten. Und schließlich besteht ganz allgemein Ungewissheit darüber, wie stark die Straffung der Geldpolitik im Falle des Auftretens von Vermögenspreisblasen ausfallen muss, um diesen erfolgreich entgegen zu wirken.

Diese Argumente gegen eine präventive geldpolitische Straffung zur Bekämpfung von Verwerfungen an den Finanzmärkten haben bis heute grundsätzlich nichts von ihrer Gültigkeit

---

eingebüßt. Verändert haben sich jedoch die Schlussfolgerungen, die wir daraus ziehen, vor allem die Kosten-Nutzen-Abwägung. Denn ganz entschieden unterschätzt wurden die Folgen, die durch das Platzen von Vermögenspreisblasen entstehen können, und die Wohlfahrtseinbußen, die dadurch mit verursacht werden. Im Vorfeld der Krise wurde darauf vertraut, dass die Folgen des Platzens einer Vermögenspreisblase durch das nachträgliche Eingreifen der Zentralbank in Grenzen gehalten werden könnten, sei es durch eine geldpolitische Lockerung oder eine Ausweitung der Liquiditätsbereitstellung. In diesem Punkt hat uns die Finanzkrise sehr schmerzhaft eines Besseren belehrt.

### **3 Finanzkrise – Herausforderungen für die Geldpolitik**

Eine der unmittelbaren Lehren aus der Finanzkrise ist zweifelsohne die große Bedeutung, die der Stabilität des Finanzsystems aus Sicht der Geldpolitik zukommt. Auch wenn diese abstrakt vorher durchaus bekannt war, haben die massiven Verwerfungen des letzten Herbstes ganz konkret und dadurch viel eindrücklicher vor Augen geführt, wie sehr die gesamte Volkswirtschaft auf stabile Finanzmärkte und das gegenseitige Vertrauen der Marktteilnehmer angewiesen ist. Funktionierende Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte sind eine Grundvoraussetzung für die Implementierung geldpolitischer Maßnahmen. Im Falle von gravierenden Verwerfungen auf den Finanzmärkten, wie wir sie in der Finanzkrise erlebt haben, ist der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik gestört, also der Kanal, über den sich geldpolitische Impulse auf die Realwirtschaft übertragen. Das klassische geldpolitische Instrumentarium der Notenbanken droht dann, ins Leere zu greifen.

Das Eurosystem hat deswegen, ebenso wie Zentralbanken weltweit, sehr entschlossen und zügig auch mit außergewöhnlichen Maßnahmen auf die Verwerfungen an den Finanzmärkten reagiert, die die Industrieländer und in etwas anderer Ausprägung auch die Schwellenländer in den vergangenen zwei Jahren in mehreren Schockwellen erreichten. Erstens wurde die Liquiditätsbereitstellung deutlich ausgeweitet, um das Vertrauen zwischen den Finanzmarktteilnehmern und die Stabilität an den Finanzmärkten zu stärken. Zweitens rea-

---

gierte das Eurosystem mit einer starken geldpolitischen Lockerung auf den massiven realwirtschaftlichen Einbruch, der auf den Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst letzten Jahres folgte. Denn von der realwirtschaftlichen Seite drohten in Form von Zweitrunden-Effekten weitere Belastungen für das Finanzsystem.

Zum jetzigen Zeitpunkt lässt sich bereits konstatieren, dass das akute Krisenmanagement des Eurosystems erfolgreich war. Es ist nicht nur gelungen, eine weitere Eskalation der Finanzkrise nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September letzten Jahres zu verhindern, darüber hinaus hat sich die Situation an den Finanzmärkten seit Frühjahr dieses Jahres stetig und merklich entspannt. Zudem hat die Geldpolitik neben der Fiskalpolitik auch ihren Beitrag dazu geleistet, den freien Fall der Realwirtschaft zu stoppen.

Für die weitere Ausgestaltung der Geldpolitik ist es von großem Vorteil, dass die vom Eurosystem ergriffenen Maßnahmen „exit-freundlich“ ausgestaltet sind. So werden die meisten Maßnahmen durch ihre zeitlich befristete Natur bei Nichtverlängerung automatisch auslaufen. Während wir beim akuten Krisenmanagement bereits einen Großteil der Wegstrecke zurückgelegt haben und ich auch für das Gelingen des Ausstiegs aus expansiver geldpolitischer Ausrichtung und Sondermaßnahmen zuversichtlich bin, erlangen nun die Fragen nach den langfristigen Lehren für die geldpolitische Strategie mehr und mehr Aufmerksamkeit.

#### **4 Geldpolitik und Finanzstabilität – neue Weichenstellungen**

Infolge der Finanzkrise stehen die bislang gültigen Paradigmen der Geldpolitik auf dem Prüfstand. Dabei stellt sich insbesondere die Frage, welches Gewicht die Entwicklung an den Finanzmärkten künftig bei der Ausrichtung der Geldpolitik haben soll.

Es steht außer Frage, dass die Geldpolitik die Entwicklungen an den Finanzmärkten künftig noch genauer und kritischer im Blick haben muss. Daraus abzuleitende Konsequenzen für die geldpolitische Strategie und Praxis müssen jedoch in Einklang mit den Möglichkeiten stehen, die die Geldpolitik bei der Identifikation und Bekämpfung von Fehlentwicklungen

hat. Und – was ganz entscheidend ist – resultierende Anpassungen dürfen weder dazu führen, dass das Ziel der Geldpolitik, Preisniveaustabilität zu gewähren, verwässert wird, noch darf die Unabhängigkeit der Zentralbank gefährdet werden.

Eine doppelte Zielverfolgung – Preisniveaustabilität und Finanzstabilität – kann nur gelingen, solange beide Ziele eine ähnliche geldpolitische Reaktion erfordern. Dies ist aber nicht immer der Fall. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass es insbesondere bei Übertreibungen auf den Finanzmärkten aus der geldpolitischen Perspektive zu einem gewissen Konflikt zwischen Preisniveaustabilität und Finanzstabilität kommen kann.

In diesen Fällen ist es nicht möglich, beide Ziele mit nur einem Politikinstrument zu erreichen, und die Fähigkeit der Zentralbank, Ungleichgewichte an den Finanzmärkten bei der Wahrung der Preisniveaustabilität mit ihrem geldpolitischen Instrumentarium zu bekämpfen, stößt an ihre Grenzen. Eine auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik stellt dann eine notwendige, aber eben nicht hinreichende Bedingung zur Vermeidung von Finanzmarktungleichgewichten dar. Eine Mitverantwortung für Finanzstabilität liegt auch bei der Regulierung und der Aufsicht.

Da Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten nicht durch Geldpolitik, Regulierung und Aufsicht jeweils allein erkannt und wirksam eingedämmt werden können, bedarf es Strukturen, die das Wissen dieser Akteure bündeln, einen laufenden Informationsaustausch organisieren und so eine möglichst umfassende Systemsicht gewährleisten. Mit dem European Systemic Risk Board (ESRB) wurde in Europa eine Institution geschaffen, welche die dazu nötige Makroperspektive einnimmt und als eben solch eine Schnittstelle zwischen Zentralbanken, Regulierern und Aufsichtsbehörden fungiert. Dadurch dass Vertreter der europäischen Zentralbanken und der EZB im Lenkungsausschuss vertreten sind und das Sekretariat bei der EZB angesiedelt ist, sollte gewährleistet sein, dass die Expertise der Notenbanken in die Finanzstabilitätsanalyse einfließt.

Neben der gerade skizzierten institutionellen Aufstellung stellt jedoch das methodische Instrumentarium, das uns hilft, Fehlentwicklungen besser und früher zu identifizieren und so erfolgreicher zu bekämpfen, einen wesentlichen Erfolgsfaktor zum Erreichen des Ziels Fi-

---

finanzstabilität dar. Auf diesem Gebiet stehen noch weitere Anstrengungen bevor. Ein wichtiger Schritt auf diesem Weg ist das Bestreben, den Finanzsektor in unsere makroökonomischen Standardmodelle zu integrieren, um das Zusammenwirken des Finanzmarktes und der Realwirtschaft besser zu erfassen. Aber auch die Ergänzung der Makromodelle durch mikro-orientierte analytische Elemente steht weit oben auf der Agenda. Schließlich gilt es, Finanzelemente systematischer in den geldpolitischen Entscheidungsprozess zu integrieren. Hier steht insbesondere die Frage im Vordergrund, inwiefern die Geldpolitik die Bereitschaft von Finanzmarktteilnehmern beeinflusst, Risiken einzugehen, und ob in Form einer von der Geldpolitik abhängigen Risikoneigung ein neuer Kanal im monetären Transmissionsmechanismus vorliegt. Damit seien nur einige der aktuellen Fragen genannt, mit denen sich Forscher und Wissenschaftler im Bereich Geldpolitik und Finanzstabilität derzeit befassen. Die Zentralbanken nehmen auch an dieser Front eine Schlüsselstellung ein.

## 5 Schluss

Meine Damen und Herren,

lassen Sie mich zum Schluss meiner Rede noch einmal kurz die Kernpunkte zusammenfassen.

Die Finanzkrise hat auch bisherige Gewissheiten und Überzeugungen der Geldpolitik erschüttert und der Diskussion über die richtige geldpolitische Strategie eine neue Richtung gegeben: Angesichts der Stärke der Verwerfungen und der hierdurch verursachten volkswirtschaftlichen Kosten hat sich die Bedeutung verschoben, die man der Geldpolitik im Bereich der Finanzstabilität zuerkennt. Während die Forderung nach einer stärkeren Rolle der Notenbanken als Wächter der Finanzstabilität grundsätzlich zu begrüßen ist, sollten wir uns vor übereilten Anpassungen und zu ehrgeizigen Zielen hüten. Bei einer Nachjustierung der geldpolitischen Strategie müssen die folgenden Punkte berücksichtigt werden. Das Hauptanliegen der Zentralbanken, Preisniveaustabilität zu gewähren, darf weder geschwächt, noch darf ihre Unabhängigkeit gefährdet werden. Zudem sind selbst dann, wenn man vom Problem der hinreichend zuverlässigen Identifizierung von Fehlentwicklungen an den Fi-



nanzmärkten absieht, den Möglichkeiten, diesen im Rahmen der Geldpolitik zu begegnen, häufig enge Grenzen gesetzt. Aus diesen Gründen müssen auch weiterhin Regulierung und Aufsicht neben der Geldpolitik eine zentrale Rolle bei der Wahrung der Finanzstabilität übernehmen.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.