

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

**Finanzstabilität und nachhaltiges Wachstum: Aufgaben und  
Grenzen der Wirtschaftspolitik**

Rede bei der Stiftung Ordnungspolitik  
in Freiburg im Breisgau  
am Montag, 28. Juni 2010

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 12

## Inhalt

1	Einleitung .....	2
2	Finanzkrise als Zäsur .....	3
3	Rolle der Wirtschaftspolitik im Lichte der Krise .....	5
	3.1 Finanzpolitik .....	5
	3.2 Strukturpolitik und allgemeine Wirtschaftspolitik .....	7
	3.3 Finanzmarktregulierung .....	8
	3.4 Querschnittsthema Politikkoordination .....	10
4	Fazit .....	11

## 1 Einleitung

Meine Damen und Herren,

ich danke Ihnen für die Einladung nach Freiburg und freue mich, dass ich heute wieder zu Ihnen sprechen darf. Mein letzter Vortrag im Rahmen dieser Veranstaltungsreihe datiert vom Mai 2007 und trug den Titel „Zur Rolle der Bundesbank in Deutschland und Europa“. Darin habe ich auf Walter Eucken und dessen Mahnungen zu Regelbindung sowie die Betonung der Preisstabilität als zentrale Voraussetzung für ein funktionsfähiges Preissystem Bezug genommen und die institutionell abgesicherte und faktisch gelebte Unabhängigkeit der Notenbank als zentrale Bedingung für die Wahrung der Preisstabilität hervorgehoben.

Kurz darauf, im Sommer 2007, brach dann die Finanz- und Wirtschaftskrise aus, in deren drittem Jahr wir uns mittlerweile befinden. Im Rückblick lassen sich drei Phasen unterscheiden: Die erste stand im Zeichen der Verwerfungen auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt und der Verbriefung von Kreditrisiken. Vor allem die Verbriefungen trugen

dazu bei, dass die eigentlich lokal begrenzte Immobilienkrise das Bankensystem in Europa erheblich in Mitleidenschaft zog, während sich in der Realwirtschaft der Aufschwung zunächst noch fortsetzte. Der Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers markierte die zweite Phase, in der die Finanzkrise auf die Realwirtschaft übersprang und eine tiefe Rezession der Weltkonjunktur im Winter 2008/2009 verursachte. Im Mittelpunkt der dritten, gegenwärtigen Phase stehen zunehmende Sorgen um die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung – insbesondere im Euroraum –, die Finanzmärkte und Bankensysteme erneut belasten. Immerhin scheint dies die zwar heterogene, aber gleichwohl überraschend robuste Konjunkturerholung bislang nicht zu beeinträchtigen.

In der Summe haben Weltwirtschaft und Finanzsystem trotz massiver Erschütterung und beträchtlicher Kosten den Belastungen der schwersten Krise der Nachkriegszeit standgehalten. Doch auch zentrale wirtschaftspolitische Paradigmen wurden einem harten Belastungstest unterzogen. Lassen Sie uns im Folgenden einen genaueren Blick auf Rolle und Selbstverständnis der Wirtschaftspolitik, ihre Aufgaben und Möglichkeiten sowie das Verhältnis zu den Marktkräften und den Beitrag zu Wohlstand und Stabilität werfen.

## **2 Finanzkrise als Zäsur**

Eine umfassende Bewertung der Rolle der Wirtschaftspolitik darf die Vorgeschichte der Krise nicht ausblenden. Seit dem Jahr 2002 erlebte die Weltwirtschaft einen hinsichtlich Länge, Stärke und regionaler Breite außergewöhnlichen Aufschwung, der aber mit zunehmenden realwirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Spannungen einherging. Die Hauptursache waren Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten, die sowohl den Marktteilnehmern selbst als auch Lücken und Schwächen in der Regulierung zuzuschreiben

sind. Hinzu kamen begünstigende Faktoren: Zu nennen sind insbesondere eine in vielen Volkswirtschaften exzessive Zunahme der privaten oder öffentlichen Verschuldung; anhaltende globale Leistungsbilanzungleichgewichte bei häufig unproduktiver Verwendung der Kapitalimporte oder einer enormen Akkumulation von Währungsreserven infolge unflexibler Wechselkurse; eine teilweise zu lange beibehaltene expansive Geldpolitik; sowie vielerorts eine mangelnde Haushaltsdisziplin. Diese nicht erschöpfende Aufzählung verdeutlicht, dass zur Entstehung der Krise nicht nur Fehlentwicklungen auf Güter-, Faktor- und Finanzmärkten, sondern ebenso wirtschaftspolitisches Handeln und Unterlassen beigetragen haben.

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat diesen nicht nachhaltigen Entwicklungen ein abruptes Ende gesetzt und in den entwickelten Volkswirtschaften zu einem für die Nachkriegszeit beispiellosen Einbruch der Wirtschaftsleistung geführt. So fiel das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland zeitweise unter das Niveau aus dem Jahr 2006 und wird den Höchststand vor Ausbruch der Krise wohl erst 2013 wieder erreichen. Es kam zu massiven Erschütterungen der Finanzmärkte, und ehemals bekannte Adressen haben ihre Eigenständigkeit verloren oder sind untergegangen. Die Verwerfungen führten zudem eindrücklich die gegenseitige Abhängigkeit von entwickelten Volkswirtschaften und einem hoch spezialisierten Finanzsystem sowie den Grad der mittlerweile erreichten Vernetzung und Komplexität der Finanzmärkte vor Augen.

Die Finanzkrise hat vor allem in ihrer zweiten Phase seit dem Herbst 2008 die Wirtschaftspolitik zu teils außerordentlichen Gegenmaßnahmen veranlasst. Das hat auch bisherige Überzeugungen auf den Prüfstand gestellt und weitreichende Fragen nach den langfristigen Folgen und Lehren aufgeworfen. Im Zuge dessen hat sich die Wahrnehmung der Rolle des Staates verschoben. Dies gilt sowohl in positiver wie in normativer Hinsicht,

also für die Fragen, was Wirtschaftspolitik tun kann und was sie tun soll, um wirtschaftlichen Wohlstand zu gewährleisten. Durch die Krise ist der Staat als Akteur, Regelsetzer und Aufseher wieder stärker in den Vordergrund getreten. Während zuvor allerdings die Möglichkeiten wirtschaftspolitischen Handelns unter Verweis auf eine vermeintliche Dominanz der Marktkräfte in einer globalisierten Welt heruntergespielt wurden, droht das Pendel nun, bisweilen zu weit in die andere Richtung auszuschlagen und die Wirtschaftspolitik mit Aufgaben und Erwartungen zu überfordern. Ich möchte daher im Folgenden skizzieren, wie künftig in zentralen Politikbereichen eine angemessene Aufgabenbeschreibung aussehen könnte.

### **3 Rolle der Wirtschaftspolitik im Lichte der Krise**

Die Gruppe der G20 hat auf ihren jüngsten Treffen die durchaus komplementär zu verstehenden Ziele eines widerstandsfähigeren Finanzsystems und eines nachhaltigen Wachstums der Weltwirtschaft bekräftigt. Beide Ziele sind in dieser Allgemeinheit unstrittig, wobei es mit Blick auf das zweite wichtig ist, konzeptionell zu unterscheiden zwischen BIP-Zuwächsen, die einen kurzfristigen, eher konjunkturellen Bezug haben, und Wachstum im engeren, mittel- bis langfristigen Sinn. Für Wohlstand kommt es vor allem auf Letzteres an.

#### **3.1 Finanzpolitik**

Dass diese Differenzierung durchaus nicht bloß akademisch ist, zeigt die aktuelle Diskussion um die künftige finanzpolitische Ausrichtung. Spätestens die jüngsten Ereignisse im Euroraum haben offenkundig gemacht, dass zwischen fiskalpolitischen Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur und solchen zur Stärkung der Wachstumskräfte ein Zielkonflikt

bestehen kann. Diskretionäre Fiskalpolitik und das Konzept der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sind denn auch Beispiele für Fragestellungen, bei denen die bisherigen wissenschaftlichen Befunde und wirtschaftspolitischen Leitlinien durch die Krise nicht in Frage gestellt, sondern eindrücklich und bisweilen schmerzhaft bestätigt wurden.

Während der Krise haben umfangreiche fiskalpolitische Impulse erheblich zur Stabilisierung der Konjunktur und zur Durchbrechung der Abwärtsspirale aus zunehmenden Verwerfungen im Finanzsystem und konjunkturellem Abschwung beigetragen. Doch sind damit die bis dato regelmäßig gegen den Versuch einer fiskalpolitischen Konjunkturglättung erhobenen Einwände entkräftet? Die Kritik zielte typischerweise auf die „drei Z“, also die Schwierigkeit, diskretionäre Impulse zeitnah, zielgenau und zeitlich befristet zu setzen. Blickt man auf die Wirkung und Ausgestaltung der Programme, so zeigt sich, dass es selbst in einer schweren und lang anhaltenden Krise wie der aktuellen nicht gelang, diesen Kriterien vollkommen gerecht zu werden. Ein Argument für eine diskretionäre Fiskalpolitik im normalen Konjunkturzyklus liefern die Stabilisierungsmaßnahmen daher gerade nicht.

Die jüngste Zuspitzung der Krise unterstreicht darüber hinaus die Bedeutung tragfähiger öffentlicher Finanzen. Denn nur so ist der Staat überhaupt in der Lage, im Krisenfall finanzpolitisch gegensteuern zu können. Dies gilt für die Konjunkturstabilisierung mittels diskretionärer Maßnahmen bei schwersten Einbrüchen oder regelgebunden durch das Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren im normalen Konjunkturzyklus. Selbst wenn die staatliche Zahlungsfähigkeit noch nicht grundsätzlich in Frage gestellt wird, nimmt die Wirksamkeit dieser Maßnahmen bei einer hohen Verschuldung merklich ab. Die Bedeutung tragfähiger öffentlicher Finanzen gilt aber auch für die Rolle als letztinstanzlicher Kapitalgeber zur Stabilisierung des Finanzsystems über Garantien oder Rekapitalisierungsmaßnahmen. Hier ist das Vertrauen der Finanzmärkte in die Bonität des

Staates fast schon definitionsgemäß eine unabdingbare Voraussetzung. Die Ereignisse der vergangenen Wochen zeigen, dass dieses Vertrauen und damit die Haftungsmöglichkeiten auch für hochentwickelte Volkswirtschaften an Grenzen stoßen können.

Umso wichtiger werden damit, neben glaubwürdigen und entschlossenen Konsolidierungsschritten, wirksame Mechanismen zur nachhaltigen Begrenzung der staatlichen Neuverschuldung und zur Rückführung der Schuldenquoten sein. In der EWU bedarf es dazu Anpassungen im finanzpolitischen Regelwerk, die die Anreize der einzelnen Länder für eine solide Finanzpolitik erhöhen. Um den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu härten und die stringente Einhaltung zu gewährleisten, werden striktere Sanktionen, verbunden mit vermehrten Automatismen ihres Vollzugs, benötigt. Zudem sollte dem Schuldenstand eine größere Bedeutung beigemessen werden, so dass bei sonst vergleichbaren Umständen Länder mit deutlich höherer Schuldenquote stärkere Anstrengungen unternehmen müssen.

### **3.2 Strukturpolitik und allgemeine Wirtschaftspolitik**

Die Wiederherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ist eine notwendige Voraussetzung für nachhaltiges und hohes Wachstum. Darüber hinaus unterstreichen die der Krise vorausgehenden Fehlentwicklungen aber auch Notwendigkeit und Nutzen flexibler Güter- und Faktormärkte. Dies gilt nicht zuletzt mit Blick auf die Divergenzen in der EWU und die globalen Ungleichgewichte. Verkrustete Arbeitsmärkte beispielsweise behindern die Ausschöpfung des Erwerbspersonenpotenzials und begünstigen Kernbelegschaften zulasten Arbeitssuchender sowie der regionalen und sektoralen Mobilität. Auf diese Weise dämpfen sie Wachstum und notwendigen Strukturwandel. Ein niedriger Entwicklungsstand von Kapitalmärkten und sozialen Sicherungssystemen in Schwellenländern kann eine

ineffizient hohe Sparquote nach sich ziehen und damit ebenso wie fortgesetzte Devisenmarktinterventionen einem Abbau der globalen Ungleichgewichte entgegenstehen. Diese Defizite gilt es zu beheben. Mit Blick auf die Wachstumswirkungen ebenso wichtig ist aber das Wissen um die Grenzen selbst guter Wirtschaftspolitik: Sie kann nur die Rahmenbedingungen für höheres Wachstum, nie aber Wachstum selbst schaffen. Dieses entsteht erst aus der Interaktion der Wirtschaftssubjekte, die es in ihrer Komplexität so schwierig und zugleich so faszinierend macht, Marktwirtschaften zu analysieren.

### **3.3 Finanzmarktregulierung**

Ein besonderes Augenmerk und hohe Erwartungen richten sich auf die Entscheidungen der Politik im Bereich der Finanzmarktregulierung. Inhaltlich ist bei der Erhöhung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zwischen zwei Verteidigungslinien zu unterscheiden. Im Rahmen der mikroprudenziellen Regulierung geht es darum, die Wahrscheinlichkeit des Zusammenbruchs einzelner Banken zu verringern, so dass mit Blick auf Systemkrisen bildlich gesprochen der erste Dominostein gar nicht erst umfällt. Wichtigster Ansatzpunkt ist hier das Baseler Regelwerk, wo insbesondere Umfang und Qualität des von Banken vorzuhaltenden Eigenkapitals erhöht werden sollen, um die Schieflage von Instituten von vornherein zu vermeiden.

In einer Marktwirtschaft ist es jedoch nie möglich, das Scheitern eines Kreditinstituts gänzlich auszuschließen, zumal die Möglichkeit eines solchen geordneten Scheiterns eine wichtige Disziplinierungs- und Lenkungsfunktion hat. Benötigt wird daher eine zweite Verteidigungslinie: Auf makroprudenzieller Ebene muss verhindert werden, dass der Zusammenbruch einer Bank zur Bedrohung für das Gesamtsystem wird. Ein zentrales Anliegen ist dabei ein besserer Umgang mit systemrelevanten Instituten, und erneut stellt



das Baseler Regelwerk einen wichtigen Ansatzpunkt dar, etwa im Rahmen von zurzeit noch diskutierten Eigenkapitalzuschlägen für solche Akteure.

Während derartige Zuschläge oder eine verschärfte Aufsicht die Ausfallwahrscheinlichkeit systemrelevanter Institute für sich genommen senken, kann dies jedoch durch als Moral Hazard bezeichnete Fehlanreize konterkariert werden. Denn die Eigenschaft der Systemrelevanz bedeutet ja gerade, dass im Fall der Schieflage einer solchen Bank aus gesamtwirtschaftlichen Überlegungen eine Rettung geboten sein kann, und das Wissen um dieses Dilemma von Aufsicht und Fiskus kann zu einer zu riskanten Geschäftspolitik verleiten. Um dem Anreiz zu begegnen, im Vertrauen auf Stützungsmaßnahmen rentablere – aber risikoreichere – Geschäfte zu betreiben, darf die Haftung der Eigenkapitalgeber und gegebenenfalls auch der Gläubiger nicht vollständig ausgeschlossen werden. Unverzichtbarer Bestandteil der Reformmaßnahmen ist daher die Einführung von staatlichen Restrukturierungs- und Abwicklungsmechanismen, um insolvenzbedrohte systemrelevante Institute gegebenenfalls rasch sanieren oder abwickeln und damit Systemkrisen zeitnah und effektiv bekämpfen zu können. Ebenso wie im Fall der Finanzpolitik gilt es also, die Marktkräfte bei der Ausgestaltung von Regelwerken so zu kanalisieren und zu nutzen, dass sie aus sich heraus die Stabilität erhöhen.

Gerade wegen der nach den Erfahrungen der Krise unabdingbaren Systemsicht reichen die Reformbemühungen noch über das Bankensystem hinaus und umfassen beispielsweise den Handel mit Derivaten durch die Einrichtung zentraler Gegenparteien oder regulierter Börsenplattformen zu Lasten des wenig transparenten OTC-Handels, die Angleichung von Bilanzierungsvorschriften oder das Geschäft der Ratingagenturen. Die Erhöhung der Transparenz ist hier ein wichtiges Anliegen, denn sie ist die Grundvoraussetzung für eine

sachgerechte, unverzerrte Bepreisung von Risiken und Vermögenswerten auf den Finanzmärkten.

Welche Rolle soll demgegenüber die Geldpolitik bei der Gewährleistung von Finanzstabilität spielen? Weithin ist anerkannt, dass die Geldpolitik, darunter nicht zuletzt die des Eurosystems, gerade in der zweiten Phase der Krise einen unverzichtbaren Beitrag zur Stabilisierung von Konjunktur und Finanzmärkten geleistet hat. Eine zentrale Voraussetzung für die hohe Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen war und ist das in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten erworbene Vertrauen in die konsequente Stabilitätsorientierung. Am Primärziel Preisstabilität darf es daher keine Abstriche geben, und wenn die Finanzstabilität künftig in der geldpolitischen Strategie gegebenenfalls ein größeres Gewicht haben wird, dann vor allem deshalb, weil dadurch Preisstabilität noch besser sichergestellt werden kann. Die Gewährleistung von Finanzstabilität als ausdrückliches Nebenziel der Geldpolitik würde diese hingegen überfordern und sollte daher makroprudenziellen Maßnahmen überlassen werden, bei deren Formulierung die Zentralbanken aufgrund ihrer besonderen Expertise prominent mit eingebunden sein werden. Glücklicherweise herrscht in diesem Punkt weitgehende Einigkeit unter Wissenschaftlern und politischen Entscheidungsträgern, auch wenn Fragen der konkreten Umsetzung noch geklärt werden müssen.

### **3.4 Querschnittsthema Politikkoordination**

Gerade im Bereich der Finanzmarktregulierung ist die Notwendigkeit eines international abgestimmten Ansatzes grundsätzlich anerkannt, um Wettbewerbsverzerrungen und regulatorische Lücken zu verhindern, obgleich die vergangenen Wochen gezeigt haben, dass die Einigung auf konkrete Maßnahmen ein schwieriges und kontroverses Unterfangen

ist. Auf die gebotene Härtung des finanzpolitischen Regelwerks in der EWU, das ebenfalls eine Form der Politikkoordination ist, habe ich bereits hingewiesen. Darüber hinaus ist der mutmaßliche Nutzen zusätzlicher wirtschaftspolitischer Koordinierung aber begrenzt und die Gefahr eines zu ambitionierten Vorgehens, das letztlich nicht zu erfüllende Erwartungen weckt, nicht von der Hand zu weisen. Innerhalb der EWU ist eine etwas stärkere Überwachung divergierender Entwicklungen der Mitgliedsländer sicher hilfreich. Sie kann und darf aber nicht die Intensität und Bindungswirkung des Stabilitäts- und Wachstumspakts erreichen, denn makroökonomische Divergenzen und Leistungsbilanzdefizite sind merklich vielschichtiger Phänomene als finanzpolitische Schief lagen. Klar abzulehnen sind Versuche einer globalen Nachfragesteuerung, wie sie in Appellen an Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen durchscheinen, durch eine expansivere Fiskalpolitik und höhere Lohnabschlüsse zusätzliche konjunkturelle Impulse zu geben. Eine solche Politik ist weder Erfolg versprechend noch durch die wirtschaftliche Lage geboten und stünde in eklatantem Widerspruch zum Ziel eines nachhaltigen Wachstums.

#### **4 Fazit**

Meine Damen und Herren, damit will ich meinen Parforceritt durch wichtige Felder der Wirtschaftspolitik zu Ende bringen. Wie ist nun die eingangs gestellte Frage nach Auswirkungen der Krise auf die Rolle der Wirtschaftspolitik zu beantworten? Auch wenn noch vieles im Fluss ist, könnte ein vorläufiges Fazit immerhin lauten, dass sich zwar manches ändern muss, um die Ziele eines stabilen Finanzsystems und eines anhaltenden, nachhaltigen Wachstums zu erreichen. Diese Korrekturen markieren aber gerade keinen Paradigmenwechsel hin zu einer größeren Skepsis gegenüber marktwirtschaftlichen Prozessen, sondern bedeuten eine Neuinterpretation oder Stärkung wirtschaftspolitischer

Prinzipien, die schon vor der Krise gültig waren. Das Wissen um die Grenzen staatlicher Lenkungsmöglichkeiten und der Wert guter Rahmenbedingungen, von Regelbindung, Planbarkeit und Glaubwürdigkeit wirtschaftspolitischen Handelns sowie einer gesunden Zurückhaltung – wohlgerne keiner generellen Abstinenz – bei diskretionären Eingriffen wurden durch die Krise nicht widerlegt, sondern bestätigt. Und ich denke, für Freiburg und seine ordnungspolitische Tradition ist dies nicht die schlechteste Botschaft. Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

\* \* \*