

Dr. Jens Weidmann
Präsident
der Deutschen Bundesbank

**Aktuelle Herausforderungen für Zentralbanken –
Betrachtungen im Lichte der Finanz- und Wirtschaftskrise**

Rede beim Center for Financial Studies
in Frankfurt am Main
am Montag, den 20. Juni 2011

Inhalt

1	Einleitung	2
2	Zentralbanken während der Finanz- und Wirtschaftskrise	4
3	Umfang und Reichweite des Mandats von Zentralbanken	6
	3.1 Lehren der Krise für die Geldpolitik	6
	3.2 Wer ist verantwortlich für Finanzstabilität?	13
	3.3 Die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik	19
4	Schluss	21

1 Einleitung

Sehr geehrter Professor Issing,

sehr geehrte Damen und Herren,

ich freue mich, eine meiner ersten Reden im Rahmen einer Veranstaltung des „Center for Financial Studies“ (CFS) zu halten. Das CFS hat sich der Forschung zu Finanzmarkt- und geldpolitischen Fragen verschrieben – Themen, die im Lichte der Finanz- und Wirtschaftskrise sowie der Staatsschuldenkrise aktueller sind denn je. Das CFS leistet einen wertvollen Beitrag dafür, die richtigen Lehren aus der Krise zu ziehen: Nicht nur durch seine Forschung, sondern auch dadurch, dass es den Dialog zwischen Forschung, Finanzmarktakteuren und Politik fördert. Angesichts des Ausmaßes der Herausforderungen, die bei der Bewältigung der Krise noch vor uns liegen, halte ich ein verbessertes gegenseitiges Verständnis für ein zentrales Anliegen.

Die regelmäßigen CFS-Lectures tragen sicherlich auch zu diesem Dialog bei, denn sie stehen einem breiten Publikum offen, und ich freue mich, dass dieser Termin auf so reges Interesse trifft.

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hält die Finanzakteure, die Politik und die breite Öffentlichkeit inzwischen seit rund vier Jahren in Atem. Zwar haben die Nachrichten im Vergleich zur Hochphase der Krise, also insbesondere in den Monaten nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehmann Brothers im Herbst 2008, an Dramatik verloren, zumal sich auch die Weltwirtschaft seit dem Winter 2008/2009 eindrucksvoll erholt hat, wovon insbesondere auch die deutsche Wirtschaft profitiert hat. Aber wir sind weit davon entfernt, die Krise als überwunden und aufgearbeitet bezeichnen zu können.

Im Euro-Raum hält die Staatsschuldenkrise seit über einem Jahr an und sorgt immer wieder für Verunsicherung. Gleichzeitig hat die Finanzkrise scheinbare Gewissheiten erschüttert und viele Fragen aufgeworfen – neue und solche, die wir bereits beantwortet zu haben glaubten. Ihnen müssen wir uns stellen, um die richtigen Lehren aus der Krise zu ziehen und einer Wiederholung vorbeugen zu können.

Zentralbanken haben durch ihr entschlossenes, rasches Handeln und mit ihrer Expertise einen entscheidenden Beitrag zur Krisenbewältigung geleistet. Sie nehmen auch eine wichtige Rolle bei der Aufarbeitung der Krise ein. Zugleich hat die Krise jedoch auch die Grenzen dessen aufgezeigt, was Zentralbanken und insbesondere die Geldpolitik leisten können – oder leisten sollten. Heute möchte ich eine subjektive Zwischenbilanz ziehen und die Herausforderungen beleuchten, vor denen Zentralbanken nun perspektivisch stehen.

2 Zentralbanken während der Finanz- und Wirtschaftskrise

Beim Thema meines Vortrags werden viele von Ihnen unmittelbar an geldpolitische Fragen denken. Dies ist naheliegend, weil die Geldpolitik gewissermaßen konstitutiv für Zentralbanken ist. Aber darüber sollte nicht aus dem Blick geraten, dass Zentralbanken eine ganze Reihe anderer Aufgaben erfüllen, deren Ziele und künftige Erfüllung von der Finanzkrise mittelbar oder unmittelbar betroffen sind.

Lassen Sie mich dies am Beispiel der Bundesbank verdeutlichen. Die Bundesbank bündelt ihre Hauptaufgaben in fünf Kerngeschäftsfeldern: Geldpolitik, Finanz- und Währungssystem, Bankenaufsicht, Bargeldversorgung und unbarer Zahlungsverkehr. In unterschiedlichem Ausmaß haben alle diese Bereiche zur Krisenbewältigung beigetragen:

- Die Geldpolitik hat im Rahmen des Eurosystems beispielsweise mit umfangreichen geldpolitischen Sondermaßnahmen die Liquidität des Bankensystems sichergestellt und die Aufrechterhaltung der Kreditvergabe ermöglicht.
- Die Bereiche Bankenaufsicht sowie Finanz- und Währungssystem haben die institutsspezifischen beziehungsweise systemischen Risiken fortlaufend analysiert und haben durch Ihre Expertise geholfen, Finanzinstitute zu stabilisieren, die in Schieflage geraten waren.
- Die Bargeldversorgung und der unbare Zahlungsverkehr haben durch die Gewährleistung einer reibungslosen Abwicklung der Geldströme, gerade in Zeiten hoher Unsicherheit und schwindenden Vertrauens, wie sie exemplarisch im Herbst 2008 vorlagen, einen wichtigen Beitrag zur Finanzstabilität geleistet.

- Darüber hinaus hat die Bundesbank wiederholt ihr Wissen bei der Entwicklung von Lösungsbeiträgen und Stützungsmaßnahmen eingebracht. Bei der Ausgestaltung des Bankenrettungsfonds SoFFin beispielsweise waren die Experten der Bundesbank gesuchte Gesprächspartner der politischen Entscheidungsträger.

Das Wesen der Finanzkrise als eine System- und Vertrauenskrise bedingte eine hohe Interdependenz der einzelnen Fragestellungen. Entsprechend eng war und ist die Abstimmung der einzelnen Bereiche in der Bank. Diese Verzahnung des verfügbaren Fachwissens ist eines der Erfolgsrezepte für den Beitrag der Zentralbanken zur Krisenbewältigung.

Zugleich stellt die Einbindung der Notenbanken in die Krisenbewältigung diese vor die Herausforderung, darüber das primäre Mandat der Geldpolitik nicht aus dem Blick zu verlieren: die Sicherung der Geldwertstabilität. Denn nicht immer gehen die Belange von Geldpolitik und Finanzstabilität auch kurzfristig derart Hand in Hand wie im Herbst 2008, als die expansivere Ausrichtung der Geldpolitik mit Blick auf die deutlich gesunkenen Preisrisiken geboten erschien und zugleich unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität wünschenswert war.

Die Frage nach der Aufgabenverteilung und angemessenen Abgrenzung der Zentralbankaufgaben stellt sich noch pointierter im Verhältnis zur Finanzpolitik: Zum einen wurden durch einige der geldpolitischen Sondermaßnahmen die Grenzen zum Verantwortungsbereich der Finanzpolitik verwischt. Zum anderen können sich Abgrenzungsfragen zum Beispiel auch im Bereich der Bankenaufsicht ergeben, nämlich dann, wenn aufsichtliche Entscheidungen Folgen für den Staatshaushalt nach sich ziehen.

3 Umfang und Reichweite des Mandats von Zentralbanken

3.1 Lehren der Krise für die Geldpolitik

Vor der Krise – und ich werde nachfolgend argumentieren, dass dies auch weiterhin gelten soll – bestand ein sehr breiter Konsens darüber, dass der Beitrag der Geldpolitik zur makroökonomischen Stabilität primär darin bestehe, für Geldwertstabilität zu sorgen. Angesichts der Schwierigkeit, Vermögenspreisblasen rechtzeitig zu identifizieren, war die Überzeugung weit verbreitet, dass die Geldpolitik weder durch gezielte Steuerung von Vermögenspreisen der Entstehung von Blasen entgegen wirken noch diese zum Platzen bringen solle. Es wurde eine – auch forschungsseitig untermauerte – Strategie des Abwartens verfolgt¹: Aufgabe der Geldpolitik sei primär, die Folgen des Platzens von Vermögenspreisblasen abzumildern, nicht aber zu versuchen, ihren Aufbau aktiv zu verhindern. Andere als geldpolitische Instrumente zur Beeinflussung von Vermögenspreisen standen nicht im Zentrum der Diskussion. Etwaige Probleme, die mit bestimmten Anreizstrukturen innerhalb des Finanzsystems verbunden sind und die durch die vielfältigen Verflechtungen innerhalb des Finanzsystems noch an Bedeutung gewinnen, spielten dabei keine besondere Rolle. In der Rückschau wurde die Diskussion also viel zu eng geführt.

Im Ergebnis reagierte die Geldpolitik gemäß dieser auch als „Greenspan doctrine“ bezeichneten Strategie erst dann, als aufgrund von Vermögenspreisentwicklungen die Inflations- und Konjunkturprognosen angepasst werden mussten, und diese wiederum eine geldpolitische Entscheidung nahelegte. Die Begründung für dieses Vorgehen war neben der bereits erwähnten Schwierigkeit, Blasen überhaupt zu identifizieren, dass ein Anheben des Leitzinses zum Eindämmen kräftig steigender Vermögenspreise die realwirtschaftliche

¹ Bernanke und Gertler (2001), Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?, American Economic Review, American Economic Association, vol. 91(2), pages 253-257, May.

Entwicklung stark dämpfen und im Extremfall sogar eine Deflation auslösen könnte, was ein solches Vorgehen mit hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden hätte.

Außerdem wurden negative Auswirkungen für die Reputation der Notenbank befürchtet, falls das aktive Vorgehen der Geldpolitik gegen eine identifizierte Blase keine nennenswerte Korrektur der Vermögenspreise erzielt hätte. In eine ähnliche Richtung geht das Argument, dass Finanzstabilität keine starke Lobby hat, solange das Finanzsystem stabil ist oder zu sein scheint. Letztlich gilt, dass Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität gerade dann in Frage gestellt werden, wenn sie erfolgreich sind. Denn dann treten nur die Kosten der Maßnahme zutage, nicht aber die dadurch vermiedenen, ungleich höheren Kosten einer Krise. Kurzum, man hielt es weithin für das kleinere Übel, die Geldpolitik erst nach dem Platzen einer Blase akkommodierend eingreifen zu lassen, zumal man mit diesem Vorgehen nach dem Platzen der New-Economy-Blase vermeintlich gute Erfahrungen gemacht hatte.

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat zu einer pro-aktiveren Sichtweise der Rolle des Staates bei makroökonomischen Fehlentwicklungen im Allgemeinen und bei Vermögenspreisentwicklungen im Besonderen geführt. Dies geschah nicht etwa, weil die zugrunde liegenden Argumente keine Gültigkeit mehr hätten. So ist und bleibt es schwer, rechtzeitig zu beurteilen, ob die Entwicklung von Vermögenspreisen fundamental gerechtfertigt ist oder ob eine spekulative Blase vorliegt. Allerdings hat die Erfahrung der Krise die Schlussfolgerungen verändert, die man hieraus zieht. Zwar lassen Krisen sich wahrscheinlich niemals sicher ausschließen, aber es besteht Einigkeit in dem Wunsch, dass sich eine Krise solch eines Ausmaßes nicht wiederholen sollte. Hieraus folgt eine klare Absage an die Strategie des reinen Abwartens. Oder wie es Professor Issing jüngst treffend beschrieben hat: „Die Frage, wie man reagiert, wenn eine Blase geplatzt ist, verbleibt. Sie

sollte zukünftig aber an zweiter Stelle stehen, nämlich für den Fall, dass die Entstehung einer Blase trotz aller Vorkehrungen nicht verhindert werden konnte.“²

An die erste Stelle sind damit die Fragen gerückt, wie der Aufbau finanzieller Ungleichgewichte verhindert werden kann und welchen Beitrag die Geldpolitik dazu leisten sollte. Zuerst ist festzuhalten, dass Geldwertstabilität als Primärziel der Geldpolitik nicht in Frage gestellt werden darf. Der Versuch, mit einem Instrument mehrere Ziele zu erfüllen, führt über kurz oder lang zu einem Verlust an Glaubwürdigkeit in Bezug auf das Primärziel. Dem steht jedoch nicht entgegen, dass der Aufbau finanzieller Schieflagen von der Geldpolitik vermehrt in den Blick genommen werden muss, indem ein stärkeres Augenmerk auf die Entwicklung von Geld- und Kreditaggregaten gelegt wird.

In der geldpolitischen Zwei-Säulen-Strategie des Eurosystems war dies bereits vor der Krise angelegt und zwar in der zum Teil stark kritisierten monetären Säule, in der die Ergebnisse der monetären Analyse, also von Geldmengen- und Kreditentwicklung, zur Gegenprüfung der Ergebnisse der realwirtschaftlichen Analyse herangezogen werden. Durch die Erfahrungen der Krise hat die monetäre Säule auch in der wissenschaftlichen Literatur wieder an Rückhalt gewonnen – und das zu Recht.³ Wie schon vor der Krise gilt es nun, die Analysemethoden kontinuierlich zu verbessern und die monetäre Säule gerade auch mit Blick auf neue Frühwarnindikatoren für Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten, die Implikationen für die Preisentwicklung haben, auszubauen.⁴

² “The question of what to do once a bubble bursts remains. But it should come only second, in case the evolution of a major bubble in spite of all efforts could not have been prevented.” Vgl. Otmar Issing (2011), *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?*, IMF Working Papers 11/97, April 2011.

³ Vgl. z.B. Hyun Shin und Kwanho Shin (2011), *Procyclicality and Monetary Aggregates*, NBER Working Papers No 16836.

⁴ Vgl. L. Papademos und J. Stark (Hrsg.) (2010), *Enhancing monetary analysis*, EZB, Frankfurt am Main, Kapitel 6.

Neuere Forschungsergebnisse untermauern, dass Besonderheiten im Verlaufsmuster der Kredite und der monetären Aggregate wertvolle Hinweise auf eine übermäßige Kreditschöpfung geben können, die Implikationen für die Vermögens- und für die Verbraucherpreise haben. Ein rechtzeitiges geldpolitisches Gegensteuern kann dann auch wesentlich zur Finanzstabilität beitragen. In diesem Kontext ist es letztlich auch zur Erreichung des Primärziels wichtig, die Geldpolitik über den Finanzzyklus symmetrisch auszurichten und den geldpolitischen Entscheidungshorizont nicht zu kurz zu wählen, da sich finanzielle Fehlentwicklungen regelmäßig über einen längeren Zeitraum aufbauen. Der bislang dominierende asymmetrische Ansatz hat sich nicht nur als sehr kostspielig erwiesen. Wie ich nachfolgend noch detaillierter ausführen werde, besteht im Rahmen einer asymmetrischen Geldpolitik insbesondere die Gefahr, dass die Risikoneigung der Finanzmarktteilnehmer ein unerwünscht hohes Maß erreicht und letztlich durch eine asymmetrisch ausgerichtete Geldpolitik kollektives moralisches Risiko gefördert wird.

Auch an dieser Stelle ist die geldpolitische Strategie des Eurosystems mit ihrer mittelfristigen Ausrichtung gut aufgestellt. Allerdings: Obwohl sich auf diese Weise Auf- und Abschwünge im Finanzsystem dämpfen lassen, gewissermaßen als Kollateralnutzen einer stabilitätsorientierten Geldpolitik, vollständig verhindert werden können sie durch die Geldpolitik nicht.

Einerseits dürfte das geldpolitische Instrumentarium – das am kurzen Ende des Geldmarktes ansetzt – zur Vermeidung finanzieller Ungleichgewichte weiterhin zu grob und zu undifferenziert sein. Andererseits darf die Geldpolitik ihr Ziel der Preisstabilität nicht kompromittieren. Die Folgen wären im schlimmsten Fall ein Glaubwürdigkeitsverlust und eine mangelnde Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen. Am Ende wäre in Sachen Finanzstabilität nicht viel gewonnen aber in Sachen Preisstabilität viel verloren.

Hieraus ergibt sich die klare Forderung, dass das Ziel Finanzstabilität durch eine makroprudenzielle Politik erreicht werden muss, die über einen eigenen, unabhängigen Instrumentensatz verfügt. Aus Sicht der Geldpolitik könnte man sagen, dass dieser Politikbereich der Geldpolitik den Rücken frei hält, damit diese uneingeschränkt das Ziel der Preisstabilität verfolgen kann. Auf diese „Arbeitsteilung“ zwischen Geldpolitik und makroprudenzieller Politik komme ich später noch einmal zu sprechen, ebenso auf das Verhältnis von Geld- und Fiskalpolitik, für das ähnliche Überlegungen gelten.

Mit Blick auf die aktuelle Situation ist es entscheidend, zu verhindern, dass die während der Finanz- und Wirtschaftskrise ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen den Grundstein für zukünftige Ungleichgewichte legen. So sind die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen mit zahlreichen Fehlanreizen verbunden. Beispielsweise besteht die Gefahr, dass sie notwendige Restrukturierungen im Bankensystem verhindern oder zu riskanteren Anlageentscheidungen verleiten. Die Stützung einzelner Banken ist eindeutig Aufgabe der Regierungen, die dazu mittlerweile auch über die notwendigen Instrumente verfügen. Deshalb müssen die geldpolitischen Sondermaßnahmen zeitnah und parallel zur Erholung der Märkte zurückgeführt werden, damit sie nicht selbst die Normalisierung der Situation hemmen.

Zu den Lehren aus der Krise gehört auch, dass die Notenbanken das analytische Instrumentarium weiterentwickeln, das der geldpolitischen Entscheidung zu Grunde liegt. So wird unter der gängigen, vereinfachenden Annahme, dass Finanzmärkte stets durch eine effiziente Allokation charakterisiert sind, der Einfluss monetärer und finanzieller Faktoren bislang zu sehr vernachlässigt, und zwar mit Blick sowohl auf den monetären Transmissionsmechanismus als auch auf die Finanzstabilität und ihre Folgen für die realwirtschaftliche Entwicklung. So wurde beispielsweise der Einfluss der Risikoneigung auf

das Bankverhalten, der so genannte Risk-taking-channel, in makroökonomischen Modellen bislang nicht ausreichend modelliert. Die akademische Forschung hierzu steht noch in ihren Anfängen und verfolgt mit der Risikoneigung von Banken als neues Element im Transmissionsprozess einen wichtigen Ansatz, bei dem allerdings noch erheblicher, weiterer Forschungsbedarf besteht.⁵

Die in der Krise ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen haben es uns überdies wieder stärker ins Bewusstsein gerückt, dass Geldpolitik mehr ist, als nur die Beeinflussung von Geldmarktzinsen. Während die traditionellen Modelle lediglich diesen, in normalen Zeiten, üblichen Steuerungsmechanismus abbilden, haben während der Krise auch andere Größen wie beispielsweise das bereitgestellte Zentralbankgeld oder die Struktur der Notenbankbilanz eine wichtige Rolle gespielt. Die jüngere Forschung hat erst damit begonnen aufzuzeigen, unter welchen Bedingungen diese zusätzlichen Politikvariablen ihre gewünschte Wirkung entfalten.⁶ Diese Maßnahmen waren während der Krise auch ein wichtiger Grund, weshalb zumindest im Eurosystem die Nullzinsgrenze den geldpolitischen Handlungsspielraum weit weniger eingeengt hat, als dies von manchen befürchtet worden ist. Das Eurosystem hat daher, anders als viele Beobachter, während der Krise die Deflationsrisiken stets vergleichsweise gering eingeschätzt: Durch die geldpolitischen Sondermaßnahmen ist es gelungen, die Geldpolitik für die realwirtschaftliche Erholung ausreichend akkommodierend zu gestalten, so dass eine Deflation zu keiner realen Gefahr wurde. Gelegentlich geäußerte Forderungen nach einer Anhebung des Inflationsziels sind

⁵ Vgl. z.B. Borio und Zhu (2008), Capital regulation, risk taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?, BIS Working Papers No 268; Buch, Eickmeier und Orieto (2011), In Search for Yield? New Survey-Based Evidence on Bank Risk Taking, CESifo Working Paper Series No. 3375.

⁶ Vgl. z.B. Cúrdia und Woodford (2011), The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy, Journal of Monetary Economics 58, pp. 54-79; Del Negro et al. (2010), The Great Escape? A Quantitative Evaluation of the FED's Non-Standard Policies, mimeo; Gertler und Karadi (2011), A model of unconventional monetary policy, Journal of Monetary Economic 58, 17-34.

vor diesem Hintergrund nicht gerechtfertigt. Sie ist nicht nötig und birgt schwer abzuschätzende Risiken für die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken.

Ein weiterer wichtiger Schritt hin zu einem besseren Verständnis des Finanzsystems ist die Modellierung von Finanzmarktfriktionen in makroökonomischen Modellen. Hierzu zählt beispielweise die Berücksichtigung einer unvollkommenen Informationsverteilung oder die Modellierung von Kreditbeschränkungen. In jüngster Zeit versucht man darüber hinaus Finanzmarktphänomene wie Herdenverhalten und das Eingehen übermäßiger Risiken ebenfalls auf einen gesamtwirtschaftlichen Analyserahmen zu übertragen. Die Einbettung finanzieller Wechselwirkungen ermöglicht nicht nur, den geldpolitischen Transmissionsprozess auch in dynamischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen empirisch besser abzubilden. Eine solche Modellierung leistet darüber hinaus eine wichtige Hilfestellung zur Interpretation der ökonomischen Vorgänge, die sich in den Geldmengen- und Kreditentwicklungen widerspiegeln. Gemeinsam mit der Gegenprüfung der Informationen aus anderen Quellen – etwa dem Bank Lending Survey, der Finanzierungsrechnung oder der Bankenstatistik – entsteht auf diese Weise ein umfassendes Bild und ein besseres Verständnis aktueller Entwicklungen.

Dieser kurze Abriss einiger ausgewählter Fragen, die die Finanzkrise aufgeworfen hat, zeigt bereits die damit verbundenen Herausforderungen für die wirtschaftswissenschaftliche Forschung. Es gibt allerdings bereits vielversprechende Ansätze, sowohl für die Erweiterung bestehender Modellrahmen um Finanzmarktfriktionen und Liquiditätsrisiken⁷ als auch für

⁷ Vgl. z.B. Gertler und Kiyotaki (2011), Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis, in: Benjamin Friedman M. and Michael Woodford (Hrsg.), Handbook of Monetary Economics, Volume 3A, North Holland, 547-600.

das Verständnis von sich selbst verstärkenden Prozessen, die in der Krise stattgefunden haben, wie zum Beispiel dem plötzlichen Austrocknen des Interbankenmarktes⁸.

Nicht zuletzt die Forschungsabteilungen in den Zentralbanken leisten einen wichtigen Beitrag zu dieser Diskussion. Dies gilt vor dem Hintergrund der Interessen der geldpolitischen Entscheidungsträger insbesondere für Studien zur geldpolitischen Strategie oder zum monetären Transmissionsmechanismus. Aber auch andere Themen, die für eine Zentralbank wichtig sind, wie die Verbesserung der Prognose und die Beantwortung von Fragen zur Bankenregulierung oder zur makroprudenziellen Analyse, sind Schwerpunkte unserer Forschungsabteilungen. Im Forschungszentrum der Bundesbank spiegeln dies die drei Forschungsbereiche Volkswirtschaft, Finanzstabilität sowie Banken- und Finanzaufsicht wider. Starke Forschungsabteilungen liegen im Interesse der Zentralbanken. Sie stärken und sichern die fachliche Expertise der Notenbanken, damit ihre Reputation in der Öffentlichkeit und letzten Endes ihre Unabhängigkeit.

3.2 Wer ist verantwortlich für Finanzstabilität?

Die Finanzkrise hat nicht nur ein Überdenken der Geldpolitik in ihrem ursprünglichen Sinne in Gang gesetzt, sondern auch zuvor scheinbar klare Abgrenzungslinien der Geldpolitik zu anderen Aufgabenbereichen von Zentralbanken, namentlich Finanzstabilität und Bankenaufsicht, verwischt. Der Vorkrisenkonsens, wonach Finanzstabilität dann am besten gewährleistet ist, wenn die Geldpolitik die Geldwertstabilität sicherstellt und die Bankenaufsicht im Verbund mit der Regulierung für die Stabilität einzelner Banken auf der

⁸ Vgl. z.B. Brunnermeier und Pedersen (2009), Financial Intermediary Leverage and Value-at-Risk, Review of Financial Studies, Vol. 27, no. 6, 2201-2238.

Mikroebene sorgt, wird in dieser Einfachheit in Frage gestellt. So müssen wir die Frage, wer für Finanzstabilität verantwortlich ist, heute neu beantworten.

Die zentralen Erkenntnisse der Krise sind, dass Preisstabilität nicht automatisch Finanzstabilität garantiert und die Beaufsichtigung von Banken allein auf der Mikroebene nicht ausreicht, weil sie systemische Risiken vernachlässigt, und zwar unabhängig von den Unzulänglichkeiten von Regulierung und Aufsicht, die in der Krise zutage getreten sind. Die Ursachen der Krise wurden in einer Periode gelegt, in der die außerordentlich geringe Volatilität des globalen Wachstums und der Inflationsraten ein hohes Maß an Stabilität suggerierte. Deswegen bezeichnet man sie häufig als die Zeit der „Great Moderation“. Begünstigt durch mannigfaltige Finanzinnovationen sowie regulatorische Lücken und Schwächen wurde die Stabilität jedoch zunehmend und zunächst unbemerkt untergraben. So führte bei geringen Preissteigerungsraten das niedrige Zinsniveau zu einer Suche nach Renditen⁹ und einer hohen Risikoneigung der Finanzmarktteilnehmer. Bestärkt wurde das Verhalten der Finanzmarktakteure durch die Erwartung, dass die Geldpolitik im Krisenfall eingreifen und die Risiken begrenzen würde („Greenspan put“). Hierdurch wurde die Wahrnehmung bestärkt, dass Marktteilnehmer im Erfolgsfall den mit einem erhöhten Risiko verbundenen Ertrag vollständig erhalten, im Verlustfall die entstehenden Kosten jedoch teilweise abwälzen können. Allein schon die unwidersprochene Annahme eines solchen Versprechens der Geldpolitik fördert kollektives moralisches Risiko und führt zum Anstieg des Kreditvolumens, der Vermögenspreise sowie des Verschuldungsgrads (Leverage) im Finanzsystem – und letztendlich zum Aufbau systemischer Risiken.

Heute besteht Einigkeit darüber, dass wir neben einer Überarbeitung der alten Aufsichtsstrukturen zukünftig ein stärkeres Augenmerk auf die Überwachung solcher

⁹ Rajan (2005), Has Financial Development Made the World Riskier?, Proceedings of the Jackson Hole Conference organized by the Kansas City Fed.

systemischen Risiken legen müssen. Dies erfordert einen makroprudenziellen Ansatz, der darauf abzielt, systemische Risiken zu erkennen, einzudämmen und die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt zu stärken. Hierdurch soll sichergestellt werden, dass Externalitäten innerhalb des Finanzsystems, die sich aus der Prozyklizität des Finanzsystems und der Verflechtung der Finanzinstitute ergeben, besser begegnet werden. Hierfür bedarf es, wie ich bereits angedeutet habe, eines eigenen Instrumentariums. Dies gilt umso mehr angesichts der bereits erwähnten fehlenden Eignung des zinspolitischen Instruments der Geldpolitik für Zwecke der Finanzstabilität. Der Vorteil unabhängiger Instrumente für die Preis- und Finanzstabilität wird darüber hinaus ersichtlich, wenn Geld- und makroprudenzielle Politik in unterschiedliche Richtungen angepasst werden müssen. Liegen beispielsweise mit Blick auf die Preisentwicklung keine erkennbaren Risiken vor, jedoch Hinweise für das Entstehen finanzieller Ungleichgewichte, kann zielgerichtet reagiert werden, indem die makroprudenzielle Politik ihr Instrumentarium restriktiver ausrichtet. Zudem könnte so eine aus Sicht des Ziels der Preisstabilität inadäquate restriktive geldpolitische Maßnahme vermieden werden.¹⁰

Gleichwohl ist aber davon auszugehen, dass es Wechselwirkungen zwischen den genannten Politikbereichen gibt. Schließlich sind sowohl für die Geldpolitik als auch für die makroprudenzielle Politik die Entwicklungen auf den Geld- und Kreditmärkten von zentraler Bedeutung. So ist beispielsweise die Kreditvergabe der Banken nicht nur eine wichtige Größe bei der Übertragung geldpolitischer Maßnahmen, sondern dient auch als ein Anknüpfungspunkt der makroprudenziellen Politik. Dies eröffnet die Möglichkeit, dass sich Entscheidungen und Maßnahmen ergänzen. Da aber beide Politikbereiche letztlich unterschiedliche Ziele verfolgen, lässt sich a priori nicht ausschließen, dass sie einander auch widersprechen.

¹⁰ Siehe hierzu auch A. Cukierman (2011), Reflections on the crisis and on its lessons for regulatory reform and for central bank policies, Journal of Financial Stability 7, S. 26–37.

Inwieweit in diesem Fall eine Koordinierung der Politikbereiche wünschenswert ist, lässt sich nicht pauschal beantworten. In einer modelltheoretischen Betrachtung hängt dies nicht zuletzt davon ab, von welchen exogenen Faktoren („Schocks“) das Modell angestoßen wird. So ist durchaus denkbar, dass im Fall angebotsseitiger Schocks eine Koordinierung der Politikbereiche zu besseren Ergebnissen führt, da nur so vermieden werden kann, dass die jeweiligen Akteure die Maßnahmen des jeweils anderen Akteurs konterkarieren. Ein solcher Fall könnte beispielsweise dann eintreten, wenn die makroprudenzielle Politik darauf abzielt, ein übermäßiges Kreditwachstum zu verhindern, und dazu auch einen ökonomischen Abschwung in Kauf nimmt, während die Geldpolitik versucht, genau diesen Abschwung zu verhindern, indem sie die Zinsen senkt. Die zinspolitische Entscheidung würde in diesem Fall tendenziell expansiv auf das Kreditwachstum wirken, was wiederum die makroprudenzielle Politik veranlassen könnte, nochmals restriktiver zu werden und sofort.

Zurzeit liegen nur wenige praktische Erfahrungen vor¹¹ und ein abschließendes Ergebnis, wie das Ziel der makroprudenziellen Politik modelliert werden soll und welche Gewichte man den jeweiligen Zielen zuordnet, besteht noch nicht. Dennoch bieten neuere Studien erste Anhaltspunkte. So untermauern aktuelle Untersuchungen, dass die Inflationsrate auch dann gut stabilisiert werden kann, wenn neben der Geldpolitik noch eine mit eigenen Instrumenten ausgestattete makroprudenzielle Politik agiert.¹² Dies unterstreicht einmal mehr die Bedeutung einer eindeutigen Zuordnung von Zielen und Instrumenten.

Wie genau die makroprudenzielle Überwachung ausgestaltet werden soll, welche Rolle Zentralbanken dabei spielen und wie die Aufgaben zwischen der nationalen und

¹¹ Vgl. hierzu: Committee on the Global Financial System (2010), Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences, CGFS Paper 38

¹² Vgl. hierzu z. B.: D. Beau, L. Clerc und B. Mojon (2011), Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy, Banque de France, mimeo; I. Christensen, C. Meh und K. Moran (2010), Bank Leverage Regulation and Macroeconomic Dynamics, Bank of Canada, mimeo.

europäischen Ebene zu verteilen sind, ist noch nicht endgültig geklärt. Fest steht, dass die Überwachung auf der mikro- und makroprudenziellen Ebene eng miteinander verknüpft sein sollte. Dies gilt es auch bei der noch ausstehenden Reform der Bankenaufsicht in Deutschland zu berücksichtigen. Auf der Grundlage des 10-Punkte-Plans der Regierungsfractionen spreche ich mich dafür aus, dass die Bundesbank ein umfassendes Mandat zur makroprudenziellen Überwachung erhält, das mit entsprechenden Rechten auf den Zugang zu Informationen und Daten verbunden ist.

Der Reformprozess zur Überarbeitung der Finanzmarktregulierung wurde zu Recht international angestoßen und ist breit angelegt. Die Staats- und Regierungschefs der G20-Staaten haben es sich zum Ziel gesetzt, künftig kein Finanzprodukt, keinen Finanzakteur und keinen Finanzmarkt unbeaufsichtigt zu lassen. Mittlerweile wurden erste Fortschritte erzielt. Mit der Überarbeitung des Baseler Rahmenwerks und den noch laufenden Arbeiten zur Überwachung und Regulierung des Schattenbankensystems wurden wichtige Schritte zur Verbesserung der Regulierung auf der Mikroebene in Angriff genommen. Darüber hinaus arbeitet der Finanzstabilitätsrat (FSB) derzeit an Empfehlungen für eine bessere Überwachung systemrelevanter Banken, um so dem erhöhten systemischen Risiko Rechnung zu tragen, das von großen und stark vernetzten Kreditinstituten ausgeht. Auf europäischer Ebene wurde mit der Errichtung des Europäischen Finanzaufsichtssystems (ESFS) eine wichtige Voraussetzung zur Verbesserung der Aufsichtsstruktur und der Beaufsichtigung grenzüberschreitend tätiger Institute geschaffen. Neben der europäischen Bankenaufsichtsbehörde EBA umfasst das ESFS zwei weitere europäische Institutionen für die Versicherungs- und Wertpapieraufsicht.

Die institutionelle Schnittstelle zwischen mikro- und makroprudenzieller Überwachung auf der europäischen Ebene bildet der europäische Systemrisikorat (ESRB). Er ist ebenfalls Teil

des ESFS und bündelt die Expertise aller europäischen Zentralbanken sowie der Aufseher in den Bereichen Banken-, Versicherungs- und Marktaufsicht mit dem Ziel, systemweite Risiken innerhalb des Finanzsystems zu identifizieren, Warnungen auszusprechen und Vorschläge zur Behebung der Fehlentwicklungen zu unterbreiten, während die Durchführung der empfohlenen Maßnahmen in der Verantwortung der einzelnen Länder verbleibt.

Zentralbanken sind an verschiedenen, entscheidenden Stellen in den Reformprozess und die Überwachung auf der mikro- und makroprudenziellen Ebene eingebunden. Durch ihre Präsenz im Baseler Ausschuss und im FSB wirken sie direkt an den Regulierungsreformen mit. Zudem sind sie im ESRB und dessen Untergruppen vertreten. Dies ist angesichts der spezifischen Expertise, die Zentralbanken aufgrund ihrer Mandate haben und die auch für Regulierung und Aufsicht von Nutzen ist, sinnvoll. In vielen Ländern sind Zentralbanken an der nationalen Bankenaufsicht beteiligt, teils wird im Lichte der Krise ihr Mandat erweitert. Zudem haben sie ein besonderes Interesse an der Finanzstabilität als wichtige Voraussetzung für die erfolgreiche Implementierung der Geldpolitik und behalten Entwicklungen im Finanzsystem schon aus diesem Grunde im Auge. Die Qualität des Beitrags den Zentralbanken liefern können, kann indes noch weiter verbessert werden. So benötigen wir ein besseres Verständnis der System- und Ansteckungseffekte im Finanzsystem sowie der Wirkung von Regulierung und Aufsicht. Zudem bedarf es einer eingespielten bereichsübergreifenden Zusammenarbeit, gerade zwischen Banken- und Finanzstabilitätsaufsicht, um Synergieeffekte zu nutzen.

Für die Beteiligung der Zentralbanken an der mikro- und makroprudenziellen Überwachung gilt jedoch, dass die Unabhängigkeit der Zentralbanken hierdurch nicht in Gefahr geraten darf. Dies gilt umso mehr, als Unabhängigkeit gerade bei Aufsichtsfragen von Vorteil sein

kann. Denn wie bereits gesagt, schwindet der Rückhalt für eine konsequente Aufsicht, sobald die letzte Krise nur weit genug zurück liegt. Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass manche bankaufsichtliche Entscheidungen wegen der damit unter Umständen verbundenen fiskalischen Kosten eine stärkere politische Dimension haben können, so dass die Finanzpolitik entsprechend mit eingebunden werden sollte.

3.3 Die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik

Einer noch klareren Abgrenzung bedarf es im Verhältnis der Verantwortungsbereiche von Geldpolitik und Finanzpolitik. Ich bin erst jüngst ausführlich auf diese Frage im Kontext der Staatsschuldenkrise eingegangen und möchte mich daher hier auf einige wenige Punkte beschränken.

Noch mehr als im Verhältnis zur Finanzstabilität gilt: Werden auf die Geldpolitik eigentlich finanzpolitische Aufgaben und finanzielle Risiken zur Stabilisierung des Finanzsystems oder angeschlagener Staaten dauerhaft verlagert, kann dies ihren Auftrag gefährden, Geldwertstabilität zu gewährleisten. Für die Geldpolitik ist daher zweierlei wichtig:

- Erstens, die eingegangenen Risiken zurückzuführen und keinesfalls weiter auszuweiten. Denn entstünde der Eindruck, dass geldpolitische Überlegungen von Zwecken wie der Stützung einzelner Finanzinstitute oder den Rückwirkungen auf Bilanzpositionen der Notenbank geprägt werden, dann drohen Zweifel an der Entschlossenheit der Notenbanken bezüglich ihres Primärziels Preisstabilität und damit ein Verlust an Glaubwürdigkeit. So besteht beispielsweise die Gefahr, dass sich in der Öffentlichkeit der Eindruck festsetzt, dass die Geldpolitik in Krisenzeiten dem Druck nachgeben und geldpolitische Lockerungen vornehmen wird, um die Finanzstabilität zu

wahren – selbst dann, wenn dies geldpolitisch nicht geboten wäre. In diesem Fall müsste die Öffentlichkeit auch grundsätzlich ihre Inflationserwartungen anpassen, sodass das von der Notenbank angestrebte Inflationsniveau seine Glaubwürdigkeit verlore. Entscheidungen über das Eingehen von Risiken oder das Tragen finanzieller Lasten müssen daher von den dafür demokratisch legitimierten Regierungen und Parlamenten getroffen werden. Dies ist in einer Währungsunion souveräner Staaten sogar noch wichtiger, da über die Zentralbankbilanzen Lasten zwischen Steuerzahlern einzelner Länder umverteilt werden können. Die Abwendung der Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedslandes oder die Stützung seines Finanzsystems ist aber gerade nicht Aufgabe der gemeinsamen Geldpolitik – sondern der Finanzpolitik.

- Zweitens müssen die Rahmenbedingungen so angepasst werden, dass künftigen Systemkrisen wirksam vorgebeugt wird. Denn damit schwindet auch die Notwendigkeit, dass die Geldpolitik erneut zur Krisenbekämpfung in die Bresche springen muss. Entscheidend dafür ist zum einen eine bessere Finanzmarktregulierung, die die Verlustabsorptionsfähigkeit des Finanzsystems erhöht. Zum anderen bedarf es – insbesondere in der EWU – eines strafferen finanz- und wirtschaftspolitischen Rahmenwerks, das künftigen finanzpolitischen und makroökonomischen Fehlentwicklungen schon im Ansatz entgegenwirkt und es erlaubt, trotzdem aufkommende Krisen wirksamer zu bekämpfen. Entsprechende Anpassungen sind in den Beschlüssen zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, zur Makroökonomischen Überwachung und zur Einführung eines Krisenmechanismus immerhin der Stoßrichtung nach angelegt.

4 Schluss

Meine Damen und Herren,

vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise werden Zentralbanken zukünftig stärker als bisher in die mikro- und makroprudenzielle Überwachung eingebunden und sie werden der Analyse des Finanzsystems noch größeren Raum geben. Gleichzeitig ist aber auch eine Rückbesinnung auf ihr zentrales Mandat unerlässlich, um die Unabhängigkeit und die Glaubwürdigkeit der Notenbanken zu behaupten. Das Primärziel der Zentralbanken besteht in der Gewährleistung von Geldwertstabilität. Hier darf und hier wird es keine Kompromisse geben, und dazu ist insbesondere eine klare Trennung vom Verantwortungsbereich der Finanzpolitik unabdingbar.

Dieses aktualisierte Anforderungsprofil hat auch Auswirkungen darauf, wie Zentralbanken sich nach innen aufstellen. Die Forschung in den Zentralbanken wird gestärkt werden und hat durch die Krise viele neue Impulse erhalten. Im Wettbewerb um die besten Köpfe erhöht dies nicht zuletzt auch die Attraktivität der Zentralbanken als Arbeitgeber und Forschungsstätte. Ich bin überzeugt, dass mit dieser Grundlage die Zentralbanken für künftige Herausforderungen hervorragend gerüstet sind und ihrer Rolle als Stabilitätsanker auch in den kommenden Jahren weiter gerecht werden.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

* * *