

Professor Dr. Axel A Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

Finanzmarktkrise – Herausforderung für die Wirtschaftswissenschaften?

Konstanz
16. Oktober 2009

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhaltsverzeichnis

1	Begrüßung	2
2	Wirtschaftswissenschaften als Stütze von Ursachenanalyse und Krisenmanagement.....	3
3	Neue Wege in Wissenschaft und Forschung	7
	3.1 Finanzmarkttheorie.....	7
	3.2 Makroökonomische Analyse	8
4	Schluss	10

1 Begrüßung

Sehr geehrte Absolventinnen und Absolventen,
sehr geehrter Herr Prof. Franke,
meine sehr geehrten Damen und Herren,

zunächst möchte ich mich meinem Vorredner anschließen und den diesjährigen Absolventen des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften der Universität Konstanz zu Ihren Studienabschlüssen gratulieren. Für viele von Ihnen steht nun vermutlich ein Wechsel in die berufliche Praxis bevor, in der Sie das in Ihrem Studium erworbene Wissen anzuwenden versuchen. Sie werden dabei die Erfahrung machen, dass sich Vieles des bisher Erlernten in einem neuen Licht darstellt – ichhoffe, Vieles davon erweist sich als nützlich.

Ihr Studienende fällt in eine Zeit, in der die Wirtschaftswissenschaften für Schlagzeilen sorgen. So wird in der Tagespresse, aber auch in wissenschaftlichen Fachzeitschriften, sehr kontrovers darüber diskutiert, wieso die Volkswirtschaftslehre im Allgemeinen und die Finanzmarkttheorie sowie die Makroökonomik im Besonderen die Krise nicht vorhergesehen haben.

Im Folgenden werde ich deswegen zunächst die Finanzkrise im Hinblick darauf beleuchten, welche volkswirtschaftlichen Disziplinen in den Prozess der Ursachenanalyse und der Suche nach geeigneten Gegenmaßnahmen involviert sind. Dabei wird sich zeigen, dass sich

die identifizierten Ursachen schon mit dem bestehenden Instrumentarium recht gut erfassen lassen. Gleichwohl hat die Krise auch einige neue, bisher nicht oder allenfalls in Ansätzen beantwortete Fragen aufgeworfen. Im Anschluss daran möchte ich daher einige dieser Herausforderungen gesondert herausstellen und neue Wege für Wissenschaft und Forschung aufzeigen.

2 Wirtschaftswissenschaften als Stütze von Ursachenanalyse und Krisenmanagement

Die Finanzkrise, die ihren Ausgang vor mehr als zwei Jahren im US-amerikanischen Häusermarkt nahm und sich in mehreren Schockwellen auf die Finanzmärkte weltweit ausbreitete, hat in Ausmaß und Stärke die meisten Ökonomen überrascht. Zwar wurde im Vorfeld der Krise durchaus auf Fehlentwicklungen hingewiesen, doch erkannte man nicht, welcher gefährlicher Cocktail sich aus dem Zusammenspiel der einzelnen Komponenten zusammenbraute. Bei der Ursachenanalyse reicht folglich die Suche nach den einzelnen Faktoren, die zum Entstehen der Krise beigetragen haben, allein nicht aus. Darüber hinaus muss auch ihr Zusammenspiel erforscht und verstanden werden. Dies ist in meinen Augen bereits eine der wichtigsten Lehren der Krise, mit denen sich auch die Forschung verstärkt auseinandersetzen wird. Wir kannten viele Mosaiksteine, haben aber die Brisanz und die Dynamik des sich daraus ergebenden Ganzen verkannt.

Auf der mikroökonomischen Ebene sind es vor allem falsch gesetzte Anreize, die zum Entstehen der Finanzkrise beigetragen haben, sei es aufgrund von mangelnder Transparenz, unzureichenden regulatorischen Rahmenbedingungen oder dem uns Ökonomen so vertrauten Phänomen des Moral Hazard. An prominenter Stelle stehen dabei die Entwicklungen am Verbriefungsmarkt, über den sich die Verwerfungen am US-amerikanischen Häusermarkt auf die weltweiten Finanzmärkte ausgeweitet haben. Alle drei der genannten Ursachen für Fehlentwicklungen sind hier aufgetreten und haben in der Summe dazu geführt, dass die

grundsätzlich positiven Effekte eines Kreditrisikotransfers durch eine massive Ausweitung des „originate-to-distribute“-Geschäftsmodells konterkariert wurden. So minderte die im Laufe des Verbriefungs- und Transferprozesses erfolgte Trennung zwischen Kreditvergabe und Risikoübernahme den Anreiz des ursprünglichen Kreditgebers, die Kreditnehmer ausreichend zu kontrollieren – ein typischer Fall des Moral Hazard. Darüber hinaus fehlte die disziplinierende Wirkung markteigener Korrekturmechanismen aufgrund von mangelnder Transparenz und regulatorischen Unzulänglichkeiten. So wurde das den Verbriefungen zugrunde liegende Kreditrisiko sowohl von Geschäftspartnern als auch Aktionären der Kredithalter unterschätzt oder gar nicht erst wahrgenommen, da es in Zweckgesellschaften ausgelagert nicht mehr in den Bilanzen der Finanzinstitute erscheinen musste.

Falsche Anreize sind aber auch bei den Management-Vergütungsmechanismen zu Tage getreten. Diese begünstigten eine exzessive Risikoübernahme, indem sie kurzfristige Umsatzsteigerungen anstelle von langfristiger Profitabilität der eingegangenen Investments belohnten.

Schließlich wiesen auf der Einzelinstitutsebene Risiko- und Liquiditätsmanagement zum Teil erhebliche Mängel auf. Die dieser Entwicklung zugrunde liegenden Ursachen sind äußerst vielschichtig und reichen von mangelnder Kompetenz in den insitutseigenen Kontrollgremien bis hin zu einer weiteren Variante des Moral Hazard, nämlich dem bewussten Kalkül, der Staat werde im Falle eines Scheiterns als Retter der letzten Instanz einspringen.

In makroökonomischen Größenordnungen gedacht, sind es vor allem drei Bereiche, die im Zusammenhang mit den Ursachen der Finanzkrise im Zentrum der Diskussion stehen. Erstens geht es darum, die systemische Bedeutung von Akteuren und Entwicklungen an den Finanzmärkten besser zu verstehen und regulatorisch zu berücksichtigen. Dies gilt sowohl für den bislang regulatorisch nicht erfassten Schattenbankensektor als auch für die Größe und Systemrelevanz einzelner Finanzinstitute. Die Finanzkrise hat eindrücklich gezeigt, dass eine Regulierung auf der Ebene einzelner Institute zwar notwendig, jedoch keinesfalls

hinreichend ist, um Finanzstabilität zu gewährleisten. Notwendig ist es vielmehr, die bislang vor allem mikroökonomisch ausgerichtete Bankenaufsicht um eine weitere makroökonomische Komponente zu erweitern, die darauf ausgerichtet ist, die Stabilität an den Finanzmärkten zu überwachen und nachhaltig zu stärken.

Zweitens gilt es die richtigen Schlüsse aus der Rolle zu ziehen, die das makroökonomische Umfeld im Vorfeld der Krise beim Entstehen der Übertreibungen und der groben Unterschätzung von Risiken gespielt hat. So wurde das rasche Wachstum der Kredit- und Kreditrisikotransfermärkte durch das anhaltend günstige makroökonomische Umfeld gestützt. Ein jahrelang robustes Wachstum der Weltwirtschaft in Verbindung mit meist niedrigen Inflationsraten, niedrigem Zinsniveau, geringen Kreditausfallraten und steigenden Vermögenspreisen verschleierte den stetigen Anstieg des Verschuldungsgrades und ließ Warnungen der Zentralbanken und anderer Organisationen ungehört verschallen. Diese Begünstigung von Übertreibungen durch ein günstiges makroökonomisches Umfeld ist ein durchaus bekanntes Phänomen im Vorfeld von Marktverwerfungen. Schwieriger ist jedoch die Frage, wie ihm adäquat zu begegnen ist. Hier eröffnet sich ein breites Spektrum komplexer Fragestellungen, die es zu erforschen gilt.

Drittens sind die internationalen globalen Ungleichgewichte verstärkt in den Blickpunkt geraten: zum einen hinsichtlich der Rolle, die sie beim Entstehen der Finanzkrise insbesondere mit Blick auf das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA gespielt haben, zum anderen mit Blick auf die Frage, welche tieferen Ursachen dem ungleichen Konsum- und Sparverhalten zugrunde liegen und wie diesen gegebenenfalls entgegengewirkt werden kann.

Angesichts der Schwere und des Ausmaßes der Finanzkrise, vor allem nach dem Zusammenbruch der US amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September letzten Jahres, sahen sich Regierungen und Notenbanken weltweit gezwungen umfangreiche Stützungsmaßnahmen zur Bankenrettung zu ergreifen bzw. die Liquiditätsbereitstellung im Finanzsystem massiv zu erhöhen, da andernfalls ein vollständiger Zusammenbruch der Fi-

nanzmärkte mit nicht absehbaren Folgen auch für die Realwirtschaft drohte. Nicht weniger dringend gefragt waren Stabilisierungsmaßnahmen von Politik und Notenbanken wenig später aufgrund des dramatischen Einbruchs der globalen Wirtschaftsleistung, der im vierten Quartal letzten Jahres auf die Verwerfungen an den Finanzmärkten folgte.

Während ein breiter Konsens darüber bestand, dass ein schnelles und entschlossenes Handeln geboten sei, stellte sich die Frage nach den jeweils geeigneten Maßnahmen. Und hier waren erneut die Wirtschaftswissenschaften gefragt. So lebte die alte keynesianische Debatte über die Wirkung staatlicher Maßnahmen zur Konjunkturstabilisierung wieder auf. Zudem wurden finanzpolitische Überlegungen angestellt, welche Eigenschaften konjunkturstimulierende Maßnahmen aufweisen sollten, um bei Berücksichtigung des fiskalischen Spielraums die größtmögliche Wirkung zu erzielen.

Bei der Suche nach geeigneten Maßnahmen zur Bankenrettung und nach Modellen zur Entlastung der Bankbilanzen von giftigen Wertpapieren galt es Mechanismen zu entwickeln, die den Banken neue Handlungsspielräume ermöglichten, ohne jedoch Wettbewerbsverzerrungen und übermäßigen Belastungen des Steuerzahler nach sich zu ziehen.

Zudem hat die Geldpolitik des Eurosystems innerhalb des letzten Jahres neues Terrain beschritten. So wurden u. a. im Rahmen der massiven Ausweitung der Liquiditätsbereitstellung neue Zuteilungsmechanismen angewandt. Darüber hinaus hat das Eurosystem das herkömmliche geldpolitische Instrumentarium durch den Ankauf von Covered Bonds um eine so genannte unkonventionelle Maßnahme der geldpolitischen Lockerung erweitert. Diese Maßnahmen galt und gilt es bis heute durch geldpolitische Modelle theoretisch zu begleiten. Dabei spielen der geldpolitische Transmissionsprozess und die Frage, inwieweit sich dieser durch die Finanzmarktkrise verändert hat, eine bedeutende Rolle.

Schließlich reißen auch in der aktuellen Situation die geld- und wirtschaftspolitischen Fragen nicht ab. Das Größte der Finanz- und Wirtschaftskrise scheint zunächst überwunden zu

sein, jetzt muss ein geordneter, der wirtschaftlichen Situation angemessener Ausstieg aus den geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen gefunden und die im Zuge der Finanzkrise massiv ausgeweitete Rolle des Staates wieder zurückgefahren werden.

Die Liste an Berührungspunkten zwischen Finanzmarktkrise und wirtschaftswissenschaftlichen Fragestellungen ließe sich noch erweitern. Die genannten Aspekte machen jedoch deutlich, dass die Finanzkrise ein breites Feld wirtschaftswissenschaftlicher Disziplinen tangiert und für diese eine Herausforderung darstellt.

Einige der Herausforderungen möchte ich im Folgenden gesondert herausstellen und aufzeigen, wo gegebenenfalls neue Wege beschritten werden müssen. Wenn das gelingt, werden die Wirtschaftswissenschaften einen sehr wertvollen Beitrag zur Stärkung der Finanzmarktstabilität leisten.

3 Neue Wege in Wissenschaft und Forschung

Während sich eine Reihe von volkswirtschaftlichen Theorien und Konzepten in der Finanzkrise bestätigt hat und einen Beitrag zur Ursachenanalyse und Krisenbewältigung leisten konnte, hat die Finanzkrise durchaus auch Schwachstellen zu Tage gefördert, an denen es anzusetzen gilt, um die ökonomischen Modelle und ihre Verwendung zu verbessern. Auch wenn es angesichts der Wohlfahrtsverluste durch die Krise makaber klingen mag: Für die ökonomische Forschung und unser Verständnis der Funktionsweise von Finanzmärkten sowie ihrer Interaktion mit den übrigen Teilen der Volkswirtschaft wird sich die Krise als überaus fruchtbar und stimulierend erweisen.

3.1 Finanzmarkttheorie

Im Bereich der Finanzmarkttheorie besteht eine sehr wichtige Aufgaben darin, die theoretischen Modelle zur Bewertung von Finanzmarktprodukten und zur Risikoeinschätzung zu überdenken und weiter zu entwickeln. Dabei geht es zum einen um technisch-

mathematische Komponenten der Modelle. So müssen Liquiditäts- und Gegenparteirisiken, die im Vorfeld der Krise vielfach unterschätzt wurden, in die Modelle eingebaut werden. Aber auch die Annahme, Korrelationen und Volatilitäten von Finanzmarktprodukten seien im Zeitablauf konstant, hat sich spätestens in der Finanzkrise als trügerisch erwiesen und bedarf einer Revision. Zum anderen muss – und das ist noch entscheidender – das Bewusstsein über die Beschränktheit der Modelle gestärkt werden. Hier stehen vor allem die Finanzmarktteilnehmer in der Pflicht. Die Güte eines jeden Modells hängt davon ab, wie gut die getroffenen Annahmen zu den realen Gegebenheiten passen. Und da es nicht möglich ist, die Realität in ihrer Komplexität eins zu eins in Modellen abzubilden, müssen die gemachten Approximationen bei der Interpretation der Ergebnisse berücksichtigt werden. Das gilt auch für die Hypothese der Markteffizienz, die vielfach in die Kritik geraten ist. In vielen Fällen liefern Modelle, die auf dieser Hypothese beruhen durchaus zutreffende Erklärung für die Preisbildung an den Finanzmärkten, allerdings stoßen sie beispielsweise bei der Erklärung von Aktienpreisblasen an ihre Grenzen. In der Finanzmarkttheorie gibt es zwar eine Reihe abweichender Ansätze, die das Auftreten von Blasen teilweise sehr gut erklären können. Jedoch weisen diese Modelle wiederum andere Schwächen auf. Auch wenn es ein universales Modell für die Beschreibung von Preisentwicklungen an den Aktienmärkten noch nicht gibt und möglicherweise auch niemals geben wird, müssen wir zumindest zu einer Synthese in der Art kommen, dass wir bei der Anwendung solcher Modelle besser verstehen, welches für den jeweiligen Zweck am besten geeignet erscheint. Die Krise hat widerlegt, dass Märkte immer effizient sind, aber diese Falsifikation bedeutet eben nicht, dass sie nie, sondern dass sie bisweilen nicht effizient sind. Diese Grauzone besser zu verstehen, ist eine der zentralen Aufgaben für die Zukunft.

3.2 Makroökonomische Analyse

Während diese Fragen eher das Verhalten und die Beaufsichtigung auf der Einzelinstituts-ebene betreffen, fällt ein großer Teil der Fragestellungen und Herausforderungen im Aufarbeitungsprozess in den Bereich der makroökonomischen Analyse. Denn im Zuge der Fi-

nanzmarktkrise ist mit der Frage nach einem geeigneten Ordnungsrahmen, die makroökonomische Perspektive wieder in den Fordergrund gerückt.

Dies trifft vor allem für die Frage zu, wie sich das Verhalten einzelner Wirtschaftssubjekte gesamtwirtschaftlich auswirkt. Die letzten Jahrzehnte der makroökonomischen Theoriebildung haben gerade diesen Aspekt der Mikrofundierung gesamtwirtschaftlicher Entscheidungen betont. Darüber hinaus haben die intertemporale Dimension dieser Einzelentscheidungen und die Frage der Erwartungsbildung eine zentrale Rolle gespielt. Vernachlässigt wurde bislang jedoch das Bestreben, diese Theorieansätze um die Finanzmarktdimension zu erweitern. Deswegen können wir in der Finanzstabilitätsanalyse nicht auf ein ähnlich solides Fundament wie in der traditionellen Makroökonomik zurückgreifen.

Eine Weiterentwicklung der Modelle in diese Richtung ist aus zwei Gründen von höchster Priorität. Erstens gilt es, unser Verständnis der Interdependenzen zwischen realwirtschaftlichen Entwicklungen und der Zyklik im Finanzsystem zu verbessern. Hierunter fällt auch die Erforschung der Frage, wie Prozyklizität in unserem Finanzsystem erkannt und abgemildert werden kann, um die im Vorfeld der Krise zu beobachtenden Übertreibungen zukünftig zu verhindern. Zweitens bedarf es geeigneter Modelle für die Finanzstabilitätsanalyse, die es ermöglichen, die systemische Komponente von Entwicklung in einzelnen Finanzmarktsegmenten im Auge zu behalten.

Schließlich sind diese Fragestellung auch aus der geldpolitischen Perspektive von großem Interesse. Die Finanzkrise hat uns in Erinnerung gerufen, dass Zentralbanken ein ureigenes Interesse an Finanzstabilität haben, da funktionsfähige Finanzmärkte eine Grundvoraussetzung für wirkungsvolle Geldpolitik und folglich für das Erreichen von Preisniveaustabilität sind. Aus diesem Grund wird sich gerade auch die zentralbankbasierte Forschung darauf konzentrieren müssen, wie Finanzstabilität langfristig gewährleistet werden kann und welche Rolle dabei die Geldpolitik spielen kann und sollte.

4 Schluss

Meine sehr geehrte Damen und Herren,

die Finanzkrise hat alte Paradigmen grundlegend infrage gestellt. Entscheidend ist jedoch, dass die dadurch angestoßene Debatte konstruktiv geführt und dazu genutzt wird, die Wirtschaftswissenschaften voran zu bringen. Es darf weder darum gehen, die Wissenschaft zu diskreditieren, indem sie für Entwicklungen verantwortlich gemacht wird, die außerhalb ihres Einflussbereiches stehen, noch ist es sinnvoll oder gar geboten, sämtliche Erkenntnisse, die sich der neueren Geschichte volkswirtschaftlicher Theorien herausgebildet haben, mit einem Mal über Bord zu werfen – wissenschaftlicher Fortschritt vollzieht sich fast immer evolutionär und revolutionär.

Mir kommt dabei folgender Satz in den Sinn: Die Wissenschaft lebt vom Widerspruch; das gilt auch für die Widersprüche zu bestehenden Theorien und Denkgebäuden, die die Finanzkrise zu Tage gefördert hat. Sie werden ihren Beitrag dazu leisten, dass sich die Wirtschaftswissenschaften fortentwickeln und das Verständnis wirtschaftlicher Zusammenhänge wächst. Der Satz liefert aber nicht nur eine Erklärung dafür, warum es im Vorfeld der Krise zu Fehleinschätzungen gekommen ist, er fordert auch dazu auf, bestehende Lehren kritisch zu hinterfragen. Ich möchte Sie dazu ermuntern, sich auch in Zukunft diese im Studium erworbene Eigenschaft zu erhalten. Für Ihren weiteren wissenschaftlichen und beruflichen Werdegang wünsche ich Ihnen viel Erfolg und alles Gute.

* * *