

der baz-gast: Professor Erwin W. Heri*

Das Risiko ist eine Ware – und die Ware hat einen Preis



Finanzmarktkrisen scheinen sich zu häufen. Volatilitäten – die Schwankungsbreite der Ausschläge an den Märkten – scheinen zu steigen. Dies ist nicht unbedingt erstaunlich. Immerhin haben wir einen inzwischen viereinhalbjährigen Aufschwung der Aktiennotierungen hinter uns. Ein Aufschwung, der gegen Ende der letzten Korrektur (wir schrieben das Frühjahr 2003) von nicht wenigen Spezialisten für undenkbar gehalten wurde. Auch war der Aufstieg nicht schmerzlos. Immer wieder mussten Einbrüche überwunden werden, die jeweils die unterschiedlichsten Auslöser hatten. Die aktuellen Probleme scheinen aber anders zu sein. Heute scheinen strukturelle Probleme der Kern des Übels zu sein, die sich nicht so rasch aus der Welt schaffen lassen. Probleme, die mit generellem Risiko im Wirtschafts- und Finanzsystem zu tun haben.

VON EINER HAND ZUR ANDEREN. Risiko ist eine Ware geworden, die von einer Hand in die andere wechseln kann. Systeme und Produkte, die oft aus dem Finanzbereich stammen, geben heute einem Akteur die Möglichkeit, auf einfachste Art und Weise spezifisches Risiko zu kaufen oder zu verkaufen. Ein Exporteur, der sein natürliches Wechselkursrisiko nicht tragen will, findet auf organisierten Märkten einen anderen Akteur, der gerade solches Risiko sucht. Ein Produzent, der Rohwaren als Inputfaktoren für die Herstellung seiner Produkte kauft, kann das Risiko der Preisschwankungen jemand anderem verkaufen, der mit diesem Risiko besser umgehen kann als er selbst. Dabei ist es wichtig zu verstehen, dass das Risiko selbst dadurch nicht aus dem System verschwindet. Es wird nur anders verteilt. Risiko hat einen Preis – wie jede andere Ware auch. Wenn der Preis zu tief ist, dann gibt es zu viel davon. Das Neckische ist, dass wir nicht genau wissen, wie man den Preis des Risikos bestimmt. In der Regel wird mit relativen Preisen und entsprechenden Risikoprämien gearbeitet. Wenn ich einem guten Freund Geld ausleihe, dann wird der vereinbarte Zins wohl tiefer sein, als wenn ich auf eine Zei-

tungsannonce reagiere, in welcher jemand einen Kredit sucht. Die Risikoprämie wird im zweiten Fall höher sein. Da es sich hierbei in jedem Fall um Handlungs- und Entscheidungssituationen bei unvollständiger Information handelt, haben sich in der Wirtschaftswelt verschiedene Ratingsysteme eingebürgert, die uns Hinweise liefern über mögliche Risikoprämien. Einige solche Systeme sind explizit (Ratingagenturen wie Moodys, Standard&Poors etc.) andere eher implizit und auf Erfahrungen beruhend. Weder die Höhe der Risikoprämien noch der absolute Preis des Risikos sind klar definierbar. Sie sind von der Wirtschaftssituation, dem generellen Risikoappetit etc. abhängig, und selbst entsprechend volatil. Eines ist aber klar: Wenn es für höhere Risiken

Das Hypothekenrisiko ist nicht mehr bei der Bank, sondern bei einem Investor, der daran mehr Spass hat als die Bank.

keine Prämien mehr gibt, dann befindet sich das wirtschaftliche System in einer labilen Situation, die irgendwann einmal einen neuen Gleichgewichtszustand suchen wird. In einem System kommunizierender Röhren, wie es das globalisierte Wirtschaftssystem ist, ist nicht a priori klar, «bei welcher Röhre der Dampf rausgeht». Die letzten Wochen haben gezeigt, dass wir uns in einem Ungleichgewicht der Risikoprämien befinden haben. Der Auslöser waren Zinssteigerungen in einem überhitzten amerikanischen Hypothekenmarkt. Inadäquate Risikoprämien im Immobilien- und Hypothekenbereich sind kein neues Phänomen. Neu ist, dass sich dieses Phänomen nicht mehr auf der Ebene lokaler Bankbilanzen abspielt. Während es früher zu den edleren Aufgaben der Banken gehörte, Spareinlagen in Hypotheken umzuwandeln, läuft der Transmissionsriemen heute völlig anders. Heute werden die Spargelder in Anlagevehikel investiert und die Hypotheken werden als Portfolios verbrieft – also

auch zu Anlageprodukten gemacht – und irgendwelchen Anlegern verkauft. Das Hypothekenrisiko ist also nicht mehr bei der Bank, sondern plötzlich bei einem Investor, der offensichtlich an diesem Risiko mehr Spass hat als die Bank. Ob die Bank beim Zusammenstellen eines Hypothekenportfolios die gleiche Vorsicht walten lässt, wie damals, als sie selber das Risiko zu tragen hatte, steht auf einem anderen Blatt. Ob die übernehmenden Investoren das Risiko richtig einschätzen können oder ob sie sich einfach nur auf Ratingagenturen stützen, die (im Auftrag der Banken!) die Analysen vornehmen, ebenfalls. Tatsache ist, dass eine neuartige Anreizstruktur beim Risikomanagement von Kreditportfolios und eine renditegerige Investorengemeinde dazu geführt haben, dass die entsprechenden Risikoprämien in den Keller gesaut sind. Jetzt findet die Korrektur statt. Es wird eine Weile dauern, bis das System ein neues Gleichgewicht der Risikoprämien gefunden hat.

EINE FRAGE DES PREISES. Es ist obsolet über Schuldige nachzudenken. In einem dynamischen System, das sich von einem Gleichgewicht zum nächsten hangelt, sind Anpassungsprozesse inhärent. Offensichtlich haben in den letzten Jahren aber einzelne Marktakteure zu viele Investitionsmittel gehabt, um sie entsprechend ihrer Renditeversprechungen zu investieren. In einer solchen Situation sinkt der Preis des Risikos. Und wenn Risiko zu billig ist, dann gibt es zu viel davon. Vielleicht sollte man sich in der Zukunft etwas länger mit der Frage beschäftigen, in welcher Art und Weise viele der vollmundigen Renditeversprechen, die an den Anlagemärkten herumgeboten werden, erreicht werden können. Vielleicht geben sich ja einige dieser neuartigen Anlagevehikel mit Risikoprämien zufrieden, die der Anleger sonst nicht akzeptieren würde. Etwas mehr Transparenz würde helfen. Dieser Druck muss aber von den Anlegern selbst kommen. Er ist dann wirkungs-, vor allem aber sinnvoller, als wenn er von den Merkels oder Sarkozys dieser Welt kommt.

* Erwin W. Heri ist Professor für Finanzmarkttheorie am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ) der Uni Basel.

bazillus

Der Geheimplan

ROBERT BÖSIGER

Feigenwinter ist beunruhigt. Beim Leeren seines Papierkorbs ins Sammeldepot im Keller ist er zufällig auf handschriftliche Notizen gestossen. Hastig zu Papier skizzierte organigrammähnliche Darstellungen waren es. Abkürzungen, Böxli, Kreise, Striche. Jemand hatte die Blätter so gut es ging von Hand zerkleinert, zerrissen in kleine Fetzen. Wenn das nicht hoch verdächtig war ... Die verwendeten Abkürzungen – unter anderem FR (durchkreuzt) und Fs (mit Ausrufezeichen) – liessen Feigenwinter das Blut in den Adern stocken. War das etwa ein Geheimplan? Ein Komplott gar? Sollte es vielleicht jemand auf den Stuhl des Chefs, Fröhlich, abgesehen haben? Ja, das musste es sein; FR für Fröhlich! Dahinter, so schlussfolgert Feigenwinter messerscharf, konnte eigentlich nur Fünfschilling stecken, sein so umtriebiger wie karrieregeiler Arbeitskollege. Doch: Was sollte er tun? Fröhlich warnen? Nicht doch, ihm selber waren jene doch immer ein Graus, die sich wichtig machen und/oder ständig beim Vorgesetzten anbiedernden. Fünfschilling zur Rede stellen? Auch dieser Schuss könnte leicht nach hinten hinausgehen. Nach langem Zögern entscheidet sich Feigenwinter fürs Pragmatische: Für einen Cappuccino aus dem Kaffeeautomaten. Frech, die Chefsekretärin, ist schon da – und gottentfroh, jemandem ihre Leidensgeschichte vom bevorstehenden Kindergeburtstag erzählen zu können. Am schwersten habe sie sich getan mit der Frage, ob sie den Kids zum Zvieri Frikadellen oder Fischstäbchen vorsetzen sollte. Entschieden habe sie sich letztlich für die Fischstäbchen. Feigenwinter verschluckt sich. Und erinnert sich an die Abkürzung Fs – mit Ausrufezeichen. robert.boesiger@baz.ch

ANZEIGE

Von 0 auf 100 km mit 4,4 l.



A Energieeffizienz-kategorie



Minimaler Verbrauch, maximaler Komfort und Fahrspass – diese Kunst gelingt dem neuen Daihatsu Cuore auf Anhieb: mit unschlagbaren 4,4 l Benzin auf 100 km, einem vorbildlichen CO₂-Ausstoss von nur 104 g/km*, einem drehfreudigen Motor mit 89 PS, unerwartet viel Platz im Innenraum, vielen serienmässigen Extras und modernsten Sicherheitsmassnahmen. Das gute Gefühl, mit kleinem Portemonnaie weit zu kommen, gibt es schon ab Fr. 13'990.– (abgebildetes Modell: Cuore SX, Fr. 16'490.–). Alle Händler, alle Infos Tel. 0800 80 70 80, www.daihatsu.ch

* Gesamtwertverbrauch Cuore nach 2004/3/EG, CO₂: 104 g/km (Durchschnittlicher angebotener Neuwagenmodell 204 g/km). Energieeffizienz-Kategorie: A.

