

## Der Weg zu rationalen Finanzmärkten

„Kognitive Anker“, konsequente Regulierung und unabhängige Rating-Agenturen

Schon die Tatsache, dass es Wirtschaftskrisen gibt, ist Beweis genug für die Irrationalität der Finanzmärkte. Wären die potentiellen Krisenursachen im Voraus durchschaubar und würden die Marktakteure dementsprechend rational handeln, dann gäbe es auf den Finanzmärkten nicht die Übertreibungen, aus denen Wirtschaftskrisen sich entwickeln, keine großen Börsenrallies und Börsencrashes also, keine Währungskrisen, keine Spekulationsblasen auf den Immobilienmärkten und keine Verschuldungskrisen. Dann würden sich keine Marktwerte bilden, die nur in krisenhaften Ereignissen korrigiert werden können.

Die Wirklichkeit aber sieht ganz offensichtlich anders aus. Die realen Krisen zeugen von vorherigen kollektiven Fehleinschätzungen der Marktteilnehmer. Solche kollektiven Irrtümer wiederum sind nur möglich, weil die Marktakteure von den wahren Zusammenhängen in der Wirtschaft und insbesondere der Finanzwirtschaft kognitiv überfordert sind. Die globalen wirtschaftlichen Verflechtungen haben dieses Problem noch erheblich verschärft. Kollektive wirtschaftliche Fehleinschätzungen sind durch die Globalisierung zu globalen Kollektivirrtümern geworden, und die Korrektur solcher globalen Irrtümer vollzieht sich notwendigerweise in entsprechend globalen Krisen.

Rationaler agieren und dadurch zumindest Großkrisen vorbeugen könnten die Marktakteure nur, wenn sie die wirtschaftlichen Zusammenhänge insbesondere auf den Finanzmärkten besser durchschauen. Wie krisenanfällig die Wirtschaft global wie national künftig sein wird, hängt daher in hohem Maß vom Grad der Durchschaubarkeit vor allem des Finanzmarktgeschehens ab.

### Lerneffekte der Krise

Wie schwer es ist, wirtschaftliche Sachverhalte einigermaßen verlässlich voraus-

zusehen, zeigt sich schon in der Bewertung einzelner Unternehmen. Die Aktienkurse der meisten Unternehmen unterliegen starken Schwankungen, die sich im Nachhinein größtenteils als willkürlich herausstellen. Dies zeigt, dass die Finanzmarktakteure schon mit der Aufgabe einer rationalen Unternehmensbewertung weit überfordert sind. Ob beispielsweise die Wettbewerbsposition eines Unternehmens auf längere Sicht Umsatzrenditen von 5% oder eher nur 2% oder noch weniger zulässt oder sogar dauerhafte Verluste drohen, auf welcher mittel- bis langfristigen Renditeprognose also ein Aktienkurs zu beruhen hätte, lässt sich in der Tat selbst für so genannte Insider kaum vorhersehen.

So unvermeidlich die Unsicherheiten der Unternehmensbewertung daher sind, so naheliegend könnte auf den ersten Blick erscheinen, dass die daraus folgenden Irrtümer sich im gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt ausgleichen. Auch dies ist aber ganz offensichtlich nicht der Fall. Im Vorfeld von Wirtschaftskrisen kommt es immer wieder zu gleichgerichteten kollektiven Fehleinschätzungen, die einander naturgemäß nicht kompensieren. Erst Wirtschaftskrisen lösen dann die notwendigen Lerneffekte aus, durch die kollektive Fehleinschätzungen vorübergehend entschärft werden.

Eine Krise wie die gegenwärtige zeigt aber, dass auch das krisenbedingte Lernen höchst erratisch verläuft und daher keineswegs den kürzestmöglichen Weg aus der Krise ebnet. Hieran ändern selbst der rasche Informationsfluss über das Internet und die Informationsverdichtung durch fortgeschrittene Software wenig. Die Krisenumstände offenbaren vielmehr, dass die Marktteilnehmer auch mit fortgeschrittenster Informationstechnik den steigenden kognitiven Ansprüchen der Märkte nicht gewachsen sind. Die von der Krise ausgelösten Lerneffekte bleiben daher

höchst unvollkommen, und sie verblissen größtenteils schon nach wenigen Jahren.

Einer der Auslöser der gegenwärtigen Krise war die Illusion, es könne Geldanlagen mit hohen Renditen, aber keinem oder minimalem Risiko geben. Dass die Renditen höherverzinslicher Geldanlagen nur durch entsprechend hohe Risikoaufschläge zustande kamen, wurde nicht durchschaut, verdrängt und verschwiegen. Eine Folge hiervon war, dass auch für risikolose und risikoarme Geldanlagen unangemessen hohe Renditen verlangt und letztlich geboten wurden. Erst die Krise, der Eintritt des gesamtwirtschaftlichen Risikofalls also, machte dann deutlich, dass jahrelang risikoreiche Geldanlagen größtenteils zu niedrig und risikoarme größtenteils zu hoch rentiert hatten. Die Marktakteure mussten demzufolge erkennen, dass bei der Bemessung von Risikoaufschlägen umfassende Korrekturen geboten waren.

Der Verlauf dieser Korrektur zeigte dann wiederum, wie viel Irrationalität auf den Finanzmärkten weiterhin herrscht. In der Krise kam es nicht nur zu weiteren erratischen Bewertungsschwankungen u.a. bei Aktien, sondern erratisch schwankten auch die durchschnittlichen Risikoaufschläge auf Renditen von Unternehmens- und Staatsanleihen und auf Kreditzinsen. Ursache hierfür waren nicht etwa grundlegende Änderungen der Informationslage von Finanzmarktakteuren. Die Hauptursache waren vielmehr schwankende Stimmungslagen, Schwankungen also der subjektiven Risikoeinschätzungen auf Seiten der Geldgeber.

#### **Der Überhang an Geldvermögen**

Würden die Risikoeinschätzungen im Krisenverlauf einem rationalen Muster folgen, dann wären die durchschnittlichen Risikoaufschläge zu Beginn einer Krise am höchsten, und sie würden zu deren Ende hin auf einen Minimalwert absinken. Je weiter nämlich die notwendigen strukturellen Anpassungen der Wirtschaft in der Krise gediehen sind, desto niedriger ist das verbleibende Risikoniveau. Die tatsächliche Entwicklung nahm aber auch in dieser Krise keinen solchen Verlauf.

Die Risikoaufschläge erreichten erst weit nach Krisenbeginn ihre Höchststände und blieben danach über längere Zeit auf extrem hohem Niveau. Hierzu mag beigetragen haben, dass Teile der Wirtschaft aufgrund staatlicher Kriseninterventionen fällige Strukturbereinigungen aufschieben konnten und damit bestehende Risiken konservierten. Ein rationales Motiv mag auch gewesen sein, dass Banken krisenbedingte Verluste durch überhöhte Risikoaufschläge im Nachhinein wettzumachen suchten. Dennoch war die Entwicklung der Risikoaufschläge mit rationalem Kalkül allein nicht erklärbar.

Solche überhöhten Aufschläge, ob stimungsbedingt oder interessengeleitet, belasten gerade jene Unternehmen und Personen, die finanziell am wenigsten belastbar sind, und damit vertiefen und verlängern sie die Krise. Überhöhte Risikoaufschläge haben aber noch eine weitere krisenverschärfende Wirkung. Soweit sie nicht später durch tatsächliche Risikoreignisse entwertet werden, verschärfen sie genau dasjenige Übel, das Hauptauslöser der gegenwärtigen Krise war. Sie erhöhen nämlich das Überangebot an Geldkapital, oder sie verhindern zumindest, dass Geldkapital in marktgerechtem Ausmaß verringert bzw. entwertet wird. Wenn dies aber in der Krise nicht geschieht, wenn ein bestehendes Überangebot an Geldkapital sich nicht marktgerecht zurückbildet, dann ist die Saat für künftige neue Spekulationsblasen und damit für neue Krisen bereits gelegt. Daher sollte alles nur Mögliche dafür getan werden, dass sich auf Finanzmärkten Risikoaufschläge rational, marktgerecht und damit ohne gesamtwirtschaftliche Folgeschäden entwickeln können.

#### **„Kognitiver Anker“ und institutionelle Reformen**

Dass auf den Finanzmärkten und speziell bei der Bemessung von Risikoaufschlägen irrationale Motive herrschen, hat natürlich vielfältige Gründe. Ein Grund ist, dass, wer Geld benötigt, bestehende Risiken gegenüber Geldgebern nach Möglichkeit untertreibt. Man will schließlich die selbst zu zahlenden Risikoaufschläge

so niedrig wie möglich halten. Geldgeber haben demgegenüber nur begrenzte Möglichkeiten, sich die nötige Informationsbasis für eine rationale Risikoeinschätzung zu verschaffen. Erst in Krisen wird dieses Problem immer wieder offengelegt und dennoch nicht gelöst.

Ein Instrument, mit dem vor allem institutionelle Geldgeber eine einigermaßen rationale Risikobewertung meinten geschaffen zu haben, waren die Gutachten von Rating-Agenturen. Deren eklatante Fehlerurteile im Vorfeld dieser Krise haben aber den Glauben an die Verlässlichkeit solcher Risikobewertungen zumindest vorübergehend erschüttert. Sie haben die - wenig überraschende - Erkenntnis befördert, dass auch bei Rating-Agenturen Eigeninteresse und kognitive Überforderung herrschen und zweifelsfrei neutrale wie rationale Bewertungen daher auch von dort kaum zu erwarten sind.

Eine in dieser Krise daher immer wieder öffentlich geäußerte Mahnung ist, man solle als Wirtschafts- und Finanzmarktakteur, vor allem aber als Geldgeber, nur Dinge tun, die man wirklich versteht. Wenn Geldgeber sich tatsächlich mehr in Acht nähmen vor allzu komplizierten Finanzprodukten, dann würden sie in der Tat manchen Risiken aus dem Weg gehen, die auf den ersten Blick hinreichend breit gestreut und damit entschärft erscheinen. Einem wirklich nachhaltigen Gewinn an Risikorationalität stünde dennoch weiter im Weg, dass Risikoursachen tendenziell immer komplexer und daher schwerer durchschaubar werden. Als Geldgeber bzw. Wirtschaftsakteur nur zu tun, was man versteht, ist daher zwar ein hehres Ziel, aber auch ein zunehmend schwerer erreichbares. Allein die Aufforderung hierzu ändert wenig an der Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte.

Sicher kann die Schlussfolgerung aus all dem nicht sein, die Probleme seien unlösbar und Reformversuche daher von vornherein vergeblich. Richtig ist zwar, dass die kognitive Leistungsfähigkeit aller Wirtschaftsakteure enge Grenzen hat und dass schon der Versuch, das Finanzmarktgeschehen als Ganzes zu verstehen,

diese Leistungsfähigkeit weit übersteigt. Dennoch muss natürlich alles nur Denkbare getan werden, um die Finanzmärkte so überschaubar und notfalls politisch so beherrschbar zu gestalten, wie es irgend geht.

Eine der Lehren aus dieser Krise sollte sein, dass privatwirtschaftliche Ratingagenturen generell ungeeignet sind, um über die Risiken der Finanzmärkte hinreichend aufzuklären. Diese Agenturen verfolgen zwangsläufig eigene Interessen, und sie sind dabei ebenso zwangsläufig kurzfristigem Denken erlegen. Sie haben ein Interesse daran, ihre Bewertungen mit geringstmöglichem, eben oft zu geringem Aufwand zu erstellen, und sie sind in ständiger Versuchung, insbesondere für Banken, für Großunternehmen und auch für Staaten vorteilhafte Urteile abzugeben. Um Risiken wenigstens so weit durchschaubar zu machen, dass künftig Krisen etwas glimpflicher verlaufen, müssten daher für die Risikobewertung andersartige Zuständigkeiten geschaffen werden. Die Ratings sollten irgendwann in die Hände neu zu schaffender, nicht-privater Institutionen gelegt werden, die weder von wirtschaftlichem Eigeninteresse abgelenkt noch von kurzfristigem Denken beherrscht sind.

Dies bedeutet nicht etwa, dass Rating-Agenturen im herkömmlichen Sinne verstaatlicht oder unter staatliche Kontrolle gebracht werden sollten. Sie sollten vielmehr als vollkommen eigenständige Institutionen neu konstituiert werden. Sie könnten beispielsweise wirklich unabhängigen, keinerlei Staatseinfluss ausgesetzten Zentralbanken institutionell angegliedert werden, sollten aber nicht deren Weisungen unterworfen sein. Erst wenn auf solche Weise ihre Unabhängigkeit und Neutralität sichergestellt wäre, könnten Rating-Instanzen mit ihren Risikobewertungen das erhoffte Maß an öffentlicher Glaubwürdigkeit erlangen.

Um kognitiven Überforderungen der Finanzmarktakteure weiter entgegenzuwirken, sollte darüber hinaus ein fester Bezugspunkt geschaffen werden, der als „kognitiver Anker“ für Risikobewertungen

und damit für die Struktur der Risikoaufschläge dienen könnte. Ein solcher Bezugspunkt wäre eine Geldanlage, bei der das Risiko zweifelsfrei bei null läge. Dies wäre bei einem Wertpapier der Fall, dessen Emittent unter keinen denkbaren Umständen zahlungsunfähig oder auch nur zahlungsunwillig werden könnte. Als Emittenten hierfür kämen, da die Zahlungsunfähigkeit selbst von Staaten nie ganz und gar auszuschließen ist, einzig und allein unabhängige Notenbanken in Frage. Den Finanzmärkten sollten daher handelbare Wertpapiere zur Verfügung stehen, die von einer gänzlich unabhängigen Notenbank emittiert sind. Dies wären dann die absolut sicheren Null-Risiko-Papiere, die als Bezugspunkt für alle anderen Geldanlagen dienen könnten.

Schon die Existenz eines solchen risikofreien Wertpapiers würde den Finanzmarktakteuren helfen, die Struktur der Risikoaufschläge besser zu durchschauen. Größtmögliche Klarheit der Risikobewertungen würde ein solches Wertpapier aber erst dann schaffen helfen, wenn die Zentralbank dieses immer wieder zu gleichbleibendem Zins emittierte.<sup>1</sup> Erst dann, im Rahmen eines Festzinsmodells also, würde ein solches Wertpapier es selbst Kleinanlegern wesentlich erleichtern, die Struktur von Renditen und Risikoaufschlägen zu durchschauen und insbesondere zwischen sicherer Rendite und Risikoaufschlägen zu unterscheiden.

Die Emission von „Anker“-Wertpapieren mit dauerhaft konstantem Zins und die Einrichtung zweifelsfrei unabhängiger Ratinginstitutionen wären bereits wirkungsvolle Schritte, um die Irrationalität des Fi-

nanzmarktgeschehens einzudämmen. Darüber hinaus wären zu diesem Zweck natürlich auch weitreichende regulatorische Maßnahmen zu ergreifen. Sicher ist der politische Wille hierzu noch längst nicht hinreichend gereift. Wie aber nach vielen Jahrzehnten politischer Tatenlosigkeit beispielsweise Tabakprodukte nunmehr Hinweise auf die tödlichen Gefahren des Rauchens tragen müssen, so könnten irgendwann auch Finanzmarktprodukte zwangsweise mit mindestens ebenso deutlichen Hinweisen auf bestehende Risiken versehen werden. Wenn dies der Fall wäre, dann sollten zudem Verkäufer von Finanzmarktprodukten dokumentieren müssen, dass sie diese Hinweise ihren Klienten vorgetragen, und Geldgeber, dass sie diese Hinweise erhalten und verstanden haben. Solche Vorschriften würden, wie die derzeitige Krise zeigt, nicht nur dem Schutz von Geldanlegern dienen. Sie würden die gesamte Wirtschaft und damit alle Bürger vor schweren Finanzmarkt- und Wirtschaftskrisen schützen helfen.

07 - 2009

[www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de)

Weitere Beiträge zur Finanzmarktkrise in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de)

Auch in der Wirtschaft: Überforderung als Systemfehler

Die Wirtschaftskrise und das Elend der Ökonomie

Die Rhetorik der Krise – wie alle wieder Recht behalten

Finanzmarktkrise – Ausweg Inflation?

Finanzmarktkrise – die Konzeptionsfehler der Geldpolitik

Finanzmarktkrise – die Konstruktionsfehler des Bankensystems

Finanzmarktkrise – theoretische Grundlagen

Finanzmarktkrise und Wirtschaftszyklus – die Kurzanalyse

Finanzmarktkrise – die Gesamtanalyse

Finanzmarktkrise und Beschäftigung

Staatsfinanzen und Neokratie

<sup>1</sup> Zu einem solchen Festzinsmodell s. diverse einschlägige Beiträge im reformforum-neopolis, insbesondere

[www.reformforum-neopolis.de/files/logik\\_der\\_geldpolitik\\_1.pdf](http://www.reformforum-neopolis.de/files/logik_der_geldpolitik_1.pdf) und

[www.reformforum-neopolis.de/files/logik\\_der\\_geldpolitik\\_2.pdf](http://www.reformforum-neopolis.de/files/logik_der_geldpolitik_2.pdf).