

# «Zeitreihen waren bedingt aussagekräftig»

Seit Wochen dominieren Subprime und verbriefte Kreditderivate (Asset-backed Securities, ABS) die Schlagzeilen der Finanzmarktberichterstattung. Die zuvor überreichliche Liquidität ist plötzlich versiegt, das ABS-Geschäft ist zum Erliegen gekommen, die Ratingagenturen werden kritisiert. Manuel Ammann (vgl. Kasten «zur Person») nimmt als Vertreter der modernen Finanzwissenschaft Stellung.

— Herr Ammann, derzeit funktioniert der Markt für verbrieftete Kreditderivate nicht. Haben die Risiko- und Bewertungsmodelle der Banken versagt?

Ja, das kann man so sagen. Allerdings ist es für Finanzinstitute schwierig, Instrumente wie ABS zu modellieren. Die Unsicherheit in Bezug auf die Bewertung ist nicht neu, aber sie wurde zu wenig beachtet. Nun hat man festgestellt, wie schwierig es ist, ABS zu bewerten. Und je komplizierter die Bewertung ist, desto heftiger ist die Reaktion in einer Krise.

— Weshalb stellen die Banken nun kaum mehr Preise für die Instrumente?

Immer wenn es in einem Markt zu einer Krise kommt, halten sich Banken zurück, da die eigene Absicherung nicht mehr gewährleistet ist. Der Handel wird zum Rinnsal, der Markt trocknet aus. Die Banken warten ab, bis sich die Lage beruhigt hat.

— Wo lag das Bewertungsproblem?

Die Preisbildung beruht auf historischen Daten. Oft ist das tatsächliche Risiko nicht in den Daten zu erkennen. Kreditderivate lauten auf seltene Ereignisse, nämlich Zahlungsausfälle. Und diese waren in den letzten Jahren besonders selten. Die Zeitreihen sind daher nur bedingt aussagekräftig. Gewöhnen sich Marktteilnehmer an tiefe Ausfallquoten, fliesst das in die Berechnung der Risikomodelle ein. Der Krisenfall wird dann unterschätzt.

— Die Ratingagenturen verfügen aber über Daten, die Jahrzehnte zurückreichen. Weshalb stehen nun ausgerechnet die Agenturen, die lange Zeitreihen für die Einstufung von ABS verwenden, am Pranger?

Auch eine gute Datenbasis schützt nicht vor Bewertungsunsicherheit und Schätzfehlern. Es ist deshalb unrealistisch, von den Ratingagenturen die perfekte Risikoeinschätzung zu erwarten. Die Kritik wird aber auch dadurch genährt, dass die Ratingagenturen einem Interessenkonflikt ausgesetzt sind. Sie werden von ihren Kunden für die Ratingvergabe bezahlt. Und die Kunden streben natürlich nach guten Ratings.

— Mit Kreditderivaten können Ausfallrisiken breit gestreut werden. Nun mehren sich die Stimmen, die vor der Ansteckungsgefahr solcher im Finanzsystem verteilter und versteckter Risiken warnen. Ist Diversifikation in diesem Fall schlecht?

Nein, es ist besser, wenn die Risiken breit verteilt sind. Fällt ein grosses Finanzinstitut aus, weil die Risiken konzentriert waren, ist die Gefahr für das System ungleich grösser. Allerdings birgt die Risikoverteilung auch Nachteile. Produkte werden komplexer und führen dadurch zu höheren Anforderungen an das Risikomanagement. Gleichzeitig nehmen die Anreize ab, die Risiken im Auge zu behalten, wenn sie in kleine Pakete aufgeteilt werden. Die Informationskosten sind höher, als wenn die Risiken klumpenweise vorkommen und dadurch leicht fassbar sind. Grundsätzlich gilt aber: Je mehr Risiken getragen werden können aufgrund von Diversifikation, desto besser ist das auch für die Realwirtschaft. Und Kreditderivate helfen, Risiken bei den Marktteilnehmern zu plazieren, die sie auch zu tragen vermögen.

— Sind wegen der falsch bewerteten neuen Instrumenten nicht mehr Risiken



Für Manuel Ammann stellt sich die Frage, ob die Illiquidität im Handel mit verbrieften Kreditderivaten in gewisser Weise ein Marktversagen darstellt. BILD: IRIS C. RITTER

## Zur Person

Manuel Ammann wurde vor fünf Jahren zum ordentlichen Professor für Finanzen an der Universität St. Gallen (HSG) ernannt. Zuvor lehrte er als Assistenzprofessor an der University of California, Berkeley und forschte an der New York University. Zwischen 1994 und 1998 arbeitete der Ostschweizer als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen HSG. Bevor Ammann seinen Aufenthalt in den USA antrat, wirkte er an der HSG als vollamtlicher Dozent. Neben seiner wissenschaftlichen Tätigkeit ist Ammann Mitglied verschiedener Stiftungsräte wie der IST Investmentstiftung für Personalvorsorge Zürich sowie Präsident des Verwaltungsrats von Algo-fin. Diese bietet Beratungsdienstleistungen im Bereich Finanzen an. **IM**

eingegangen worden, als ökonomisch vernünftig wäre?

Das ist tatsächlich vorgekommen. Doch jetzt hat eine Gegenbewegung eingesetzt. Finanzinstitute haben die Risiken neu beurteilt und sind zur Einsicht gelangt, dass diese eben doch höher sind. Wir befinden uns auf dem Weg zur Normalität. Die Risikoeinschätzung unterliegt

**Je mehr Risiken getragen werden können aufgrund von Diversifikation, desto besser ist das auch für die Realwirtschaft.**

aber immer einer Pendelbewegung. Es ist ein permanentes Suchen nach dem tatsächlichen Risiko, welches unbekannt ist und sich zudem immer wieder ändert.

— Notenbanken und Regulatoren fordern nun vehement mehr Transparenz darüber, wie die Risiken verteilt sind. Stehen dem nicht die von Ihnen erwähnten Informationskosten entgegen?

Die Forderung ist grundsätzlich berech-

tigt, aber auch die Transparenz hat Grenzen. Man soll nicht alle Marktakteure, wie z. B. Hedge Funds, vor ihrem eigenen Risikoverhalten schützen. Es ist noch lange keine Krise, wenn ein Hedge Fund untergeht. Zu verhindern gilt es, dass deswegen kreditgebende Banken schließen müssen. Die Aufgabe der Regulatoren ist es, die Stabilität des Bankensystems zu gewährleisten. Auch hier müssen immer Kosten und Nutzen einer regulatorischen Maßnahme gegeneinander abgewogen werden.

— Ist die Zuführung von Liquidität durch Notenbanken der richtige Weg, um die Krise zu überwinden?

Es war sinnvoll, kurzfristig Liquidität zuzuführen. So wurde die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems sichergestellt. Das hat jedoch eine Kehrseite. Marktteilnehmer interpretierten dies als Signal für eine bevorstehende generelle Zinssenkung, besonders im Fall der US-Notenbank. Wenn solche Interpretationen zugelassen werden, ist das problematisch. Für die Notenbanken ist es eine Gratwanderung. Einerseits müssen sie das System schützen, andererseits keine falschen Anreize setzen.

— Könnte nicht eine Börse einspringen und die Funktion der Preisfindung für ABS übernehmen?

Nein, es wäre gefährlich, wenn Börsen sich in diesen Bereich wagten. Einen fairen Preis zu stellen, macht nur dann Sinn, wenn man mit Geld dahinter steht, sonst ist es ungläubwürdig. Wünschenswert wäre, wenn möglichst viele Kreditderivate an der Börse gehandelt würden. Denn die ausserbörsliche Preisfindung ist weniger transparent. Allerdings ist der Börsenhandel unflexibel und starr, da die Produkte standardisiert sein müssen.

— Die Einschätzung von Kreditrisiken gehört doch zum Kerngeschäft der Banken. Weshalb tun sie sich denn so schwer mit der Bewertung von Kreditderivaten?

Einerseits ist es relativ neu, dass separierte Kreditrisiken im grossen Stil zwischen Institutionen gehandelt werden. Die langjährige Erfahrung fehlt. Andererseits ist die Bewertung von Kreditderivaten anspruchsvoll und wird es bleiben.

— Die Probleme im ABS-Markt haben ihren Ursprung in den drittklassigen Hypo-

theken in den USA. Was löste die Subprime-Krise aus?

Hypothekenbanken und -vermittler traten aggressiv auf, der US-Immobilienmarkt hatte eine langjährige Hausse hinter sich, die Kreditverluste waren gering, das Wirtschaftswachstum robust. Das blendete die Marktteilnehmer. Und wenn das Risikobudget voll ausgeschöpft ist, ist man verletzlich. Zudem hat die expansive

**Eine Sicherheit ist keine risikolose Sache. Der Markt wusste dies: Triple-A-ABS haben deshalb besser rentiert.**

Geldpolitik der US-Notenbank dazu geführt, dass Kapital günstig war.

— Ist die Subprime- und Kreditkrise gesund?

Je länger die Zeit dauert, in der die Kurse steigen, desto härter wird der Kurssturz empfunden. Die Subprime-Krise kam nicht unerwartet, unklar war der Zeitpunkt. Die Anzeichen deuten darauf hin, dass es eine normale Korrektur ist. Die globale Wirtschaft wird kaum betroffen sein.

— Die Krise im US-Immobilienbereich schwelte schon lange, und alle Welt sprach davon. Weshalb dauerte es so lange, bis der Markt reagierte?

Der echte Marktkonsens offenbart sich nicht in Kommentaren, sondern im Geldstrom. Lange Zeit waren Akteure bereit, risikobehaftete Segmente günstig zu finanzieren. Möglicherweise spielt auch das Phänomen der rationalen Bubbles eine Rolle: Man weiss zwar, dass ein Markt überbewertet ist, bleibt aber dabei, weil man nicht weiss, wann die Blase platzt und schliesslich weiter Geld verdienen möchte. Man will nicht schlechter sein als die Konkurrenz. Die Krise trifft dann ja alle gleichermassen.

— Welche Lehren ziehen Sie aus der Krise aus Sicht der Finanzmarkttheorie?

Fundamental neue Einsichten gibt es nicht. Es stellen sich aber Fragen der Liquidität im Markt und der Handelbarkeit der Kreditprodukte. Illiquidität bedeutet letztlich Marktversagen.

— ABS wurden auch oft zur Besicherung von Krediten als Pfand eingesetzt. Die Finanztheorie und die Notenbanken versprochen, dass der Trend zum Collateral das System stabiler macht. Jetzt ist ausge-rechnet der Collateral das Problem. Ist das nicht enttäuschend?

Nicht alle Collaterals wurden in Frage gestellt, sondern speziell Schuldtitel, für die Hypotheken hinterlegt wurden. Hinterlegt man Sicherheiten, hängt der Preis der Position stark vom Wert der Sicherheit ab. Sicherheit ist keine risikolose Sache. Das haben Marktteilnehmer erkannt. Triple-A-ABS warfen nämlich deutlich höhere Renditen ab als andere Wertschriften gleicher Bonität. Das hätte ein Warnsignal sein sollen. ABS werden aber nicht vom Markt verschwinden und Hypotheken weiterhin als Collateral dienen. Der Glaube, dass Collateral gleichbedeutend mit Liquidität sei, wurde aber erschüttert.

— Wie wirkt sich die Kreditkrise auf die Schweizer Banken aus?

Auch Schweizer Banken haben Verluste erlitten, aber Zusammenbrüche wie in Deutschland sehe ich keine. Eine Gefährdung des Finanzsystems droht nicht. Die Neueinschätzung der Risiken könnte aber den Boom in kreditgetriebenen Geschäften bremsen.

**Interview: Igor Moser und Peter Kuster**