

Die große Unbekannte

Die gängige Theorie der Finanzmärkte berücksichtigt nur gut einschätzbare Risiken – deswegen tut sie sich schwer mit der Beschreibung von Krisen

Am weltweiten Aktienmarkt schwanken die Kurse, die europäische Zentralbank stellt den Banken kurzfristige Liquidität von mehr als einhundert Milliarden Euro zur Verfügung, die US-amerikanische Notenbank senkt den Diskontsatz. Spätestens wenn dann noch Banken wie am Wochenende die SachsenLB auf die Schnelle gerettet werden müssen, ist jedermann klar, dass wir in einer Finanzkrise stecken. Das Wort „Risiko“ ist plötzlich in aller Munde. Aber wie werden Risiken gemessen, und in welcher Form gehen sie in die Preisbildung an den Finanzmärkten ein?

Rekapitulieren wir zunächst noch einmal die grundsätzlichen Zusammenhänge. Ursache oder zumindest Auslöser der heutigen Turbulenzen, darüber sind sich die Beteiligten einig, war die amerikanische Hypothekenkrise: Systematisch zu laxen Prü-



HAGEN LINDSTÄDT
ist Leiter des Instituts für Unternehmensführung an der Uni Karlsruhe (TH).

fungen bei der Vergabe von Hypothekendarlehen für Privatpersonen haben das Risiko in den Kreditportfolios der beteiligten Banken in die Höhe getrieben. Weil dann die Wertsteigerungen der Immobilien, an die man sich in den letzten Jahren gewöhnt hatte, ausblieben, ist eine Reihe dieser Kredite notleidend geworden: Sie können von den Kunden nicht mehr bedient werden, und die Immobilien stellen keine ausreichende Besicherung mehr dar.

Durch einige Mechanismen der modernen Finanzmärkte breitet sich das Problem rasch aus. Die Banken haben Kreditrisiken an spezielle Fonds verkauft, an denen wiederum andere Banken und Investoren beteiligt sind – häufig, ohne die Risiken einschätzen zu können. Und bis heute bleibt unklar, wer in welchem Umfang problematische Kredite im Portfolio hat.

Die größte Befürchtung ist, dass im Extremfall Insolvenzen von Banken und Kreditgebern drohen – siehe den Beinahe-Kollaps der SachsenLB und zuvor die Probleme bei der IKB. Aus diesem Grund unternehmen die Notenbanken viel, um den Märkten zusätzliche Liquidität zur Verfügung zu stellen, etwa in Form kurzfristiger Kredite. Im normalen Geschäftsbetrieb wäre dies kaum erforderlich: Banken und andere Akteure auf dem Kapitalmarkt transferieren laufend Kapital untereinander. Auch schlechte Risiken bleiben so liquide – nur eben zu ungünstigeren Konditionen.

Ökonomisch spannend an der Situation ist nun die Frage, warum die Preisbildung am Kapitalmarkt für die Beteiligten aus dem Gleichgewicht gerät. Wieso gehen die Preise für bestimmte Finanzprodukte plötzlich so in den Keller, dass der Markt praktisch austrocknet? Wie lassen sich derartige Reaktionen durch die Modelle, mit denen Kapitalmärkte beschrieben werden, erklären? Nach der gängigen Theorie, dem „capital



Fotos: Pressefoto, Anne Schwabe - Ostkreuzschule

asset pricing model (CAPM)“, und verwandten Ansätzen werden auf dem Kapitalmarkt Anlagemöglichkeiten gehandelt, die durch Risiken und Renditen charakterisiert sind. Durch diesen Handel stellen einige Marktteilnehmer anderen Liquidität in verschiedensten Formen zur Verfügung. Auch die Preisbildung für den Handel mit Fremdkapital findet auf diesem Markt und nach diesen Gesetzmäßigkeiten statt.

Mit anderen Worten: Die Marktteilnehmer schätzen die Wahrscheinlichkeit dafür, dass sie mit ihren Anlagen Probleme bekommen, und verlangen entsprechende Preise. Dieses Verfahren lässt sich mit einer Lotterie vergleichen, die eine bestimmte Zahlungs- und Risikokocharakteristik aufweist. Statistiker weisen diesen Lotterien in ihrem Standardmodell bestimmte Wahrscheinlichkeitsverteilungen zu.

Unbekannte Gefahren wiegen schwer

Das alles funktioniert relativ rational, solange es gewisse Vorstellungen darüber gibt, wie groß diese Wahrscheinlichkeiten jeweils sind. Das Problem an den Kapitalmärkten scheint nun derzeit darin aber gerade zu bestehen, dass Ungewissheit über diese Wahrscheinlichkeiten besteht. Damit stellt sich für den Statistiker die Frage: Wie fließt die Unkenntnis von Wahrscheinlichkeiten in die Entscheidungen der Marktteil-

nehmer ein, und welche Ansätze stellt die ökonomische Theorie hierfür bereit?

Schon 1921 unterschied der Ökonom Frank Knight zwischen „messbarer Unsicherheit“, die wir heute als Risiko bezeichnen, und „nicht messbarer Unsicherheit“. Im selben Jahr differenzierte John Maynard Keynes zwischen den Wahrscheinlichkeiten selbst und „Bewiesgewichten“ aus der Informationsmenge für ihre Einschätzung.

Tatsächlich ist es für die meisten Entscheidungsträger ein großer Unterschied, ob die Unsicherheit eines Ereignisses im Wurf eines Würfels besteht oder im ungewissen Ausgang eines Verfahrens, dessen Spielregeln ihm unbekannt sind. Derzeit sieht es jedoch so aus, dass viele Marktteilnehmer ihre Situation eher mit Letzterem vergleichen. Das gibt einen Anhaltspunkt dafür, warum die Marktteilnehmer zurzeit scheinbar so irrational reagieren.

Entscheidend für die Frage, ob bekannte und unbekannt Wahrscheinlichkeiten unterschiedlich behandelt werden müssen, ist die Einstellung des Entscheidungsträgers ihnen gegenüber: Unbekannten Risiken kann ein Entscheider natürlich subjektive Wahrscheinlichkeiten zuordnen, um so das Problem zu umgehen. Leonard Savage hat 1954 gezeigt, dass ein Vorliegen solcher subjektiven Wahrscheinlichkeiten statt

vermeintlich objektiver nicht problematisch wäre, wenn sich ein Entscheider bei beiden an den gleichen Grundregeln orientieren würde. Aber tut er das?

Spannend sind in diesem Zusammenhang die Untersuchungen von Daniel Ellsberg. Er zeigte 1961 mit seinen Zwei- und Dreifarbenproblemen, auch als Ellsberg-Paradox bezeichnet, dass sich diese Grundregeln bei bekannten und unbekannt Wahrscheinlichkeiten deutlich unterscheiden.

In einem Experiment zogen es die meisten Probanden systematisch vor, eine gewinnversprechende rote Kugel aus einer Urne mit 30 roten und 30 schwarzen Kugeln zu ziehen, anstatt dies bei einer Urne mit 60 roten und schwarzen in unbekannter Mischung zu versuchen. In einem zweiten Experiment legte er Teilnehmern eine Urne mit 30 gelben Kugeln sowie 60 roten und schwarzen in unbekannter Mischung vor. Bei einer ersten Wahl stellte er wieder eine Präferenz für „Gewinn bei Gelb“ (mit bekannter Zahl von Kugeln: 30) gegenüber „Gewinn bei Schwarz“ (unbekannte Zahl) fest. In einem zweiten Durchgang zogen dieselben Teilnehmer den „Gewinn bei Schwarz oder Rot“ (60 Kugeln) einem „Gewinn bei Rot oder Gelb“ vor (unbekannte Zahl).

Die Probanden bevorzugten also systematisch Urnen mit bekanntem Mischungsverhältnis gegenüber solchen mit unbekanntem. Ellsberg prägte den Begriff der Ambiguität (eigentlich: Mehrdeutigkeit) für die Unkenntnis von Wahrscheinlichkeiten. Das Hauptergebnis seiner Untersuchungen bestand darin, dass Entscheidungsträger Situationen systematisch meiden, in denen ihnen die Wahrscheinlichkeiten unbekannt sind. Mit anderen Worten: Entscheider verhalten sich „ambiguitätsavers“.

Diese Ambiguitätsaversion geht jedoch in die gängigen Kapitalmarktmodelle wegen enormer methodischer und empirischer Schwierigkeiten nicht ein: Die erforderlichen Parameter können kaum beobachtet, bestimmt und gemessen werden.

Die Ergebnisse Ellsbergs wurden mittlerweile oft reproduziert und können als gesichert gelten. Gegenüber der Ursprungstheorie einer grundsätzlichen Abneigung gegenüber Unkenntnis von Wahrscheinlichkeiten („Ambiguitätsaversion“) hat sich mittlerweile jedoch eine noch differenziertere Sichtweise ergeben, die ein besonderes Licht auf die Eskapaden des Kapitalmarktes wirft. Der Nobelpreisträger Daniel Kahneman, sein Kollege Amos Tver-

sky und andere haben in den letzten fünfzehn Jahren herausgefunden, dass ein wesentlicher Einflussfaktor für die Einstellung gegenüber Ambiguität die Wahrnehmung der eigenen Qualifikation eines Menschen in einer konkreten Situation ist. Die Selbsteinschätzung der eigenen Kompetenz bestimmt also die Ambiguitätsaversion.

Untersuchungen haben ergeben, dass Entscheidungsträger Unkenntnis von Wahrscheinlichkeiten sogar bevorzugen, wenn sie sich in einem Bereich besonders kompetent fühlen. Je weniger dies der Fall ist und je weniger sie in die eigenen Einschätzungen und Fähigkeiten in der konkreten Situation vertrauen, desto stärker meiden sie die Unkenntnis, desto stärker wird also ihre Ambiguitätsaversion.

Anders als die allgemeine Risikoeinstellung ist also die Einstellung gegenüber Ambiguität zeitlich stark variabel: Die Ambiguitätsabneigung steigt in dem Maße, in dem ein Entscheidungsträger seiner eigenen Kompetenz für die Einschätzung einer Situation nicht länger traut.

Unkenntnis von und Unsicherheit über Wahrscheinlichkeiten können also auf zwei Arten einen interessanten Beitrag zur Erklärung der Kapitalmarktsituation leisten: Wenn Marktteilnehmer Risiken zunehmend schwieriger einschätzen können, führt erstens diese zuneh-

mende Ambiguität selbst zu Bewertungsproblemen und Übertreibungstendenzen. Verstärkend kommt zweitens hinzu, dass die Marktteilnehmer ihre Ambiguitätsaversion kurzfristig erhöhen, wenn sie das Vertrauen in die eigene Kompetenz in Krisensituationen nach und nach verlieren. Dies ist auch aus Perspektive der ökonomischen Theorie besonders bedeutsam, weil die gleichen Marktteilnehmer ihre gesamte Risikoneigung insgesamt nach gängiger Einschätzung nur deutlich langfristiger verändern.

Ist alles noch schlimmer als gedacht?

Am Kapitalmarkt werden – unabhängig von Wahrscheinlichkeit und Ambiguität – Erwartungen über zukünftige Entwicklungen und das Verhalten anderer Marktteilnehmer gehandelt. Stabilisierend wirken Berechenbarkeit und Sicherheit von Institutionen und Einschätzungen, während Ungewissheit und schwindendes Vertrauen bekanntlich Stabilisierungstendenzen und -versuchen entgegenwirken. Die Unkenntnis von Wahrscheinlichkeiten beeinflusst die Handlungen der Marktteilnehmer. Eine gesteigerte Ambiguitätswahrnehmung der Marktteilnehmer kann selbstverstärkend wirken. Obwohl Ambiguität in entscheidungstheoretischen Modellen heute laufend berücksichtigt wird, gilt dies für die verbreiteten Kapitalmarktmodelle, die für die Erklärung der Preisbildung herangezogen werden, bislang noch kaum.

Neben die bekannten Mechanismen der Bereitstellung kurzfristiger Liquidität und der Betonung von Vertrauen und Stabilität tritt in einer „Ambiguitätskrise“ ein weiterer Aspekt: Es ist förderlich für den Abbau der Ambiguität, wenn der Markt systematisch mit verlässlichen Informationen darüber versorgt wird, welche Marktteilnehmer tatsächlich zu welchem Grad im Risiko stehen und welche nicht. Die Abwesenheit solcher Informationen wird immer von vielen Akteuren so interpretiert werden, dass „es in Wahrheit noch schlimmer aussieht“.

Die Schwierigkeit besteht nun darin, dass es für den einzelnen Kreditgeber in jedem Fall vorzuziehen ist, zu betonen, man sei nicht oder nur zu geringem Ausmaß von dem Problem betroffen. Insofern besteht ein gewisser Zielkonflikt zu einem geordneten Ambiguitätsabbau durch vermehrte, wahrheitsgemäße Informationen: Die Stellungnahme „Bei uns gibt es kein Problem“ kann sich im Verlauf der Zeit als falsch erweisen, während die Auskunft „Wir haben ein Problem“ zuverlässig ist. Dies wissen aber die Marktteilnehmer. Daher ist es häufig kontraproduktiv, Probleme herunterzuspielen.

forward
Text weiterleiten: Mail an forward@handelsblatt.com Betreff: Risiko (Leerzeichen) 9 (Leerzeichen) [Mailadresse des Empfängers](mailto:forward@handelsblatt.com)

UNSERE THEMEN	
MO	ÖKONOMIE
DI	ESSAY
MI	GEISTESWISSENSCHAFTEN
DO	NATURWISSENSCHAFTEN
FR	LITERATUR

FINANZ BETRIEB KOMPETENZ PORTFOLIO

Das FINANZ BETRIEB KOMPETENZ-PORTFOLIO liefert alle relevanten Informationen, die erfolgreiche Bewertungsprofessionals für ihre tägliche Arbeit benötigen.

Jetzt bestellen! ☎ 08 00 / 0 00 - 29 59
☎ 08 00 / 0 00 - 16 37 🌐 www.finanz-betrieb.de

Ja, ich will das FINANZ BETRIEB KOMPETENZ-PORTFOLIO kostenlos testen!

Bitte senden Sie mir das FINANZ BETRIEB KOMPETENZ-PORTFOLIO mit 3 Ausgaben FINANZ BETRIEB und 3 Ausgaben FB NEWS sowie eine Ausgabe Bewertungspraktiker kostenlos zu. Falls ich diese Fachtitel nicht weiter beziehen möchte, teile ich Ihnen das innerhalb von zwei Wochen nach Erhalt der 2. Ausgabe schriftlich mit. Hören Sie nichts von mir, erhalte ich im 14-tägigen Wechsel FINANZ BETRIEB und FB NEWS sowie quartalsweise Bewertungspraktiker zum Jahresvorzugspreis von € 258,- inkl. MwSt., zzgl. € 12,- Versandkosten. Vorzugspreis für Studenten gegen aktuelle Bescheinigung € 135,- inkl. MwSt. und Versandkosten. PA-FBNK0061

Anschrift privat Anschrift geschäftlich

Name, Vorname _____

Firma (bitte nur bei Firmenanschrift angeben) _____

Beruf / Funktion / Abteilung _____

Straße, Nr. _____

PLZ, Ort _____

Telefon (für evtl. Rückfragen) _____

E-Mail _____ Geburtsdatum _____

Datum _____ 1. Unterschrift _____

Unsere Vertrauensgarantie:
Mir ist bekannt, dass ich diese Bestellung innerhalb der folgenden zwei Wochen ohne Begründung beim Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH (AG Düsseldorf, HRB 30329), Kundenservice, Kasernenstraße 67, 40213 Düsseldorf, schriftlich widerrufen kann. Zur Fristwahrung genügt die rechtzeitige Absendung. Dies bestätige ich mit meiner 2. Unterschrift.

Datum _____ 2. Unterschrift _____

FACHZEITSCHRIFT

BEWERTUNGSSERVICE

NEWSLETTER

ONLINE-DATENBANK

SEMINARE

Für alle Bewertungspraktiker, die mehr wissen wollen.