

"Spekulanten sind nicht allmächtig"

Finanzwirtschaftler Paul über gefährliche Derivate, rationale Anleger und die griechische Krise

Mit CDS können sich die Inhaber von Forderungen - Kredite oder Wertpapiere - gegen das Ausfallrisiko versichern, das aus einem solchen Kredit resultiert. Beispiel: Wenn man dem Staat Griechenland Geld leiht und im Gegenzug eine Anleihe erhält, dann kann man sich per CDS dagegen absichern, dass Griechenlands Zahlungen ausfallen. Denn in diesem Falle müsste der CDS-Verkäufer für den Schaden gerade stehen.

Das klingt zunächst vernünftig. Wie kann man mit CDS ein Land in den Ruin treiben?

Man kann versuchen, per CDS eine Wette abzuschließen, dass der Staat Griechenland pleitegeht. Das geht so: Man kauft CDS und setzt darauf, dass sich die Lage Griechenlands verschlechtert. Denn dann wollen immer mehr Marktteilnehmer eine solche Kreditausfallversicherung kaufen, die Preise für CDS steigen. Der Spekulant kann dann seine CDS mit Gewinn weiterverkaufen.

Der Spekulant verdient - was sollte den Schuldner Griechenland daran stören?

Wenn die CDS-Prämien steigen, wird dies an den Märkten als Signal wahrgenommen, dass Griechenland finanzielle Probleme hat. Folge ist, dass die Kapitalgeber von der Regierung immer höhere Zinsen verlangen, um ihr gestiegenes Risiko auszugleichen. Steigende Zinsen wiederum machen es für Griechenland immer schwieriger, seine Schulden zu bedienen, womit sich seine Lage verschärft. Auf diese Weise können CDS-Spekulanten zumindest theoretisch Griechenland in Bedrängnis bringen. Insbesondere, weil an den Märkten jeder CDS kaufen kann - auch solche Investoren, die gar keine Kredite an Griechenland gegeben haben. Sie sichern kein Risiko ab, sondern spekulieren nur auf Wertsteigerung der CDS.

Müssen CDS verboten werden, wenn sie nur der Spekulation dienen und nicht der Absicherung von Krediten?

Ich halte die Kritik an der Spekulation erstens für unberechtigt, zweitens für typisch. Erstens gibt es derzeit zwar den Verdacht, aber keinerlei Anzeichen dafür, dass CDS-Geschäfte tatsächlich ursächlich waren für die griechische Misere. Hauptproblem des Landes sind seine hohen Schulden und nicht die Spekulanten. Zweitens ist die Kritik an den Anlegern typisch deutsch: Viele Menschen haben offensichtlich intuitiv Probleme dabei, reine Finanzgeschäfte zu akzeptieren. Realwirtschaftliche Geschäfte, bei denen Güter ausgetauscht werden, akzeptiert dagegen jeder.

Weil bei einem Güteraustausch der Sinn meist offensichtlich ist. Worin liegt dagegen der Sinn einer Kreditausfallversicherung, wenn man keinen Kredit vergeben hat, der ausfallen kann - außer darin, dass sich der Spekulant eine goldene Nase verdient?

Weil man mit CDS sein Anlageportfolio breiter streuen und sein Risiko vermindern kann. Denn CDS sind eine Anlageklasse unter vielen, sie sind eine normale Investition, die sowohl Chancen wie auch Risiken bietet. Auch wenn jemand keinen Kredit vergeben hat, sollte man es ihm daher gestatten, eine solche Ausfallversicherung zu kaufen.

CDS mögen in diesem Sinne nützlich sein. Dennoch geben Sie zu, dass sie große Risiken beinhalten. Warum verbietet man CDS dann nicht einfach - zur Sicherheit?

Weil CDS weitere Vorteile haben: In ihren Preisen spiegeln sich bestimmte rationale Erwartungen der Marktteilnehmer wider. Insofern finde ich es gut, wenn diese verstreuten Erwartungen - zum Beispiel zum Ausfallrisiko Griechenlands - sich in Marktpreisen kondensieren. Das ist eine wichtige Information für die Märkte und auch für die Politik.

Sie sagen, in den CDS-Preisen spiegeln sich "rationale Erwartungen". Kann man Rationalität an den Finanzmärkten überhaupt voraussetzen?

Vielleicht nicht bei Kleinanlegern. Aber bei großen institutionellen Anlegern wie Versicherungen oder Fonds, die den CDS-Markt beherrschen, würde ich den rationalen Investor vermuten.

Es bleibt die Frage: Welche Rationalität herrscht dort? Schließlich sind die Finanzanleger keine objektive Instanz zur Beurteilung der Stabilität von Staaten. Sondern Geschäftsleute. Und die setzen vielleicht einfach auf eine Griechenland-Pleite, weil sie erwarten, dass andere darauf setzen. Der Rationalität wäre dann die des Herdentriebs.

Das ist durchaus möglich. Dennoch ist ein Staat wie Griechenland den Spekulanten nicht hilflos ausgeliefert. Wenn der griechische Staat jetzt seine ohnehin überfälligen Sparmaßnahmen durchsetzt, dann wird der Spekulation auf Zahlungsausfall der Boden entzogen, und die Risiko-Prämien an den CDS-Märkten sinken wieder. Genau das ist in den letzten Tagen geschehen. Folge: Wer mit CDS auf Griechenlands Zahlungsausfall gesetzt hat, der hat nicht Griechenland in den Ruin getrieben, sondern Geld verloren. Spekulanten sind nicht allmächtig. Den Griechen hilft man daher weniger über ein Verbot bestimmter Investments, sondern indem man sie fundamental unterstützt.

Wie? Durch einen Europäischen Währungsfonds?

Ich denke, wir brauchen keine neuen europäischen Institutionen. Sinnvoller wäre es, wenn andere europäischen Länder Griechenland mit Krediten oder Garantien zur Seite stehen - aber erst, wenn Griechenland glaubhaft seine Sparanstrengungen umsetzt. Dies würde die Märkte beruhigen und diese positive Wende könnte durch europäische Unterstützungsmaßnahmen verstärkt werden.

Die Bundesregierung plant, die Banken über eine Abgabe an den künftigen Kosten zur Behebung von Finanzkrisen zu beteiligen. Was halten Sie davon?

Nicht so viel. Denn erstens würde ich erwarten, dass die Banken die Belastungen aus einer solchen Abgabe auf ihre Preise überwälzen. Sprich: Nicht sie zahlen die Abgabe, sondern am Ende

doch wieder wir, die Bankkunden. Zweitens: Es ist sehr schwer, einen geeigneten Indikator zu finden, um die Höhe der Abgabe für jede Bank festzulegen.

Die CSU schlägt 0,X Prozent der Bilanzsumme der Bank vor.

Das wäre völlig widersinnig. Denn die Bilanzsumme sagt vielleicht etwas für die Größe einer Bank aus, aber sie sagt nichts über ihr Systemrisiko. Es gibt große Banken, die relativ sicher sind. Und es gibt kleine Banken, die das System ins Wanken bringen können - so wie die US-Bank Lehman Brothers. Hier ist noch viel Forschung notwendig, um einen leistungsfähigen Indikator für das systemische Risiko einer Bank zu finden.

Interview: Stephan Kaufmann