



**Prof. Dr. Erwin W. Heri** ist Chairman der Valartis Bank AG (vorm. OZ Bankers AG) und Dozent an der Universität Basel.

**Abwechselnd für Stocks schreiben:**

**Prof. Dr. Erwin W. Heri**, Chairman der Valartis Bank AG (vorm. OZ Bankers AG) und Dozent an der Universität Basel  
**Dr. Konrad Hummler**, Teilhaber Bank Wegelin, St. Gallen  
**Dr. Fleur Platow**, Finanzexpertin und Seminarleiterin «Frauen und Finanzen», Zürich  
**Dr. Burkhard P. Varnholt**, **Dr. Klaus Wellershoff**, Chefökonom UBS, Zürich

## Wer ist schuld an der Subprime-Krise?

# Die Geister, die sie riefen

**I**m Moment ist alle Welt wieder einmal auf der Suche nach Schuldigen. Das ist sie immer, wenn die Aktienmärkte korrigieren. Zunächst werden die Schuldigen für die vorherigen Übertreibungen gesucht. Dann geht es weiter mit der Suche nach den Schuldigen dafür, dass es plötzlich gedreht hat. Und schliesslich sucht man nach den Verantwortlichen für die eventuellen späteren Fehlbewertungen auf der anderen Seite.

Dass Übertreibungen selbst an gut organisierten Märkten zur Normalität gehören, ist bekannt. Daher wundern sich viele Leser, wenn etwa der Publizist Roger de Weck in einer Kolumne meint, Finanzmarktblasen gebe es nur deswegen, weil das heutige Bankensystem solche brauche. Wenn die Welt doch so einfach wäre.

Seit die Finanzmarkttheorie zum Standardlehrangebot an unseren Universitäten gehört, dozieren wir den Studenten, dass Preise an den Finanzmärkten zu Übertreibungen neigen, und wir erklären auch, woher diese kommen. Sie sind ein inhärentes Phänomen des zugrundeliegenden Preisbildungsprozesses. Das hat mit den Banken etwa gleich viel zu tun wie eine überlaufende Badewanne mit dem Badewannenhersteller.

Ich will nicht abstreiten, dass die gegenwärtige Subprime-Krise etwas mit Kreditvergabe und daher auch etwas mit dem Verhalten von Kreditgebern und deren Risikoappetit zu tun hat. Wenn man aber so tut, als sei jegliche Blase an den Finanzmärkten immer und ausschliesslich eine Inszenierung des Bankensystems, dann greift das schon etwas kurz. Vor allem entlässt man damit einen wichtigen Akteur des Finanzmarktes in die Unschuldsumutung, obwohl dieser Akteur auch eine gewisse Verantwortung übernehmen sollte: der Investor. Nur allzu oft wird die Anlegergemeinde nach einer Korrektur einfach nur als Opfer hingestellt.

Aber irgendjemand kauft ja die Produkte mit den Versprechungen, der Investor sei «nach

oben immer dabei, ohne nach unten etwas zu riskieren». Irgendjemand wird ja einmal entschieden haben, dass Pensionskassen einen Anlageertrag erwirtschaften müssen, der über der risikolosen Verzinsung zu liegen hat – und zwar auch kurzfristig. Und irgendjemand hat ja den tausenden von Hedge Funds das Geld gegeben, damit diese auf völlig intransparente Art und Weise versuchen können, eine Eier legende Woll-Milch-Sau zu produzieren.

Vielleicht sollte man sich einmal überlegen, wie denn die wundersamen Renditen entstehen, die unabhängig von der Marktentwicklung immer nur positiv sein sollen. Beispielsweise dadurch, dass derjenige, der das entsprechende Mandat hat, möglichst schnell aus allen Anlagen aussteigt, deren Preise zu sinken beginnen. Dies nach dem Motto: Rette sich wer kann. Natürlich tun dann alle das Gleiche. Sie haben ja auch alle denselben Auftrag: Dort zu investieren, wo «etwas läuft», und dort nicht zu sein, «wo es dunkel wird». Und das bitte jederzeit und kurzfristig, denn «in the long run, we are all dead».

Solche Denkmuster haben ihren Preis. Das war schon immer so, etwa während der Tulpen-Euphorie 1636 in Holland. Es sind also nicht einfach nur «die Banken». Verantwortlich sind das Verhalten und die Denkmuster einer Anlegergemeinde, der man eine gewisse Verantwortung für Marktentwicklungen nicht absprechen darf.

Natürlich gehören die Banken mit in den Umzug. Letztlich stellen sie ja Anlageprodukte her, welche die entsprechenden Erwartungen aufkommen lassen. Darum geht es aber nicht. Es geht um die Pauschalisierung. Um Schuld und Unschuld. Der Finanzmarkt ist Teil eines integrierten Wirtschaftssystems, in dem sich gewisse Prozesse nach bestimmten Abläufen gestalten und in dem eine grosse Anzahl Teilnehmer interagiert. Keiner der Teilnehmer kann sich bei kurzfristigen Fehlentwicklungen einfach dispensieren lassen.

**«Allzu oft werden die Anleger nach einer Korrektur einfach nur als Opfer hingestellt.»**