

HANSER



Leseprobe

Wolfgang Münchau

Kernschmelze im Finanzsystem

ISBN: 978-3-446-41847-9

Weitere Informationen oder Bestellungen unter

<http://www.hanser.de/978-3-446-41847-9>

sowie im Buchhandel.

1 Die Ereignisse bislang

Im Herbst 2008 erreichte die Krise ihren bisherigen Höhepunkt. Der Kollaps von Lehman Brothers löste eine globale Bankenkrise aus, die viele Beobachter an die Große Depression der 30er-Jahre erinnerte, und die man erst durch massive Eingriffe der Regierung kurzfristig in den Griff bekam. Hier ist nun die Narrative dieser Krise in der Form eines Dramas in fünf Akten. Wer das Buch *Vorbeben* gelesen hat, wird den ersten Teil wiedererkennen. Die Vorgeschichte hat sich nicht geändert. Aber die Ereignisse haben dann einen dramatischen Verlauf genommen.

1.1 Akt I des Dramas: Die Ruhe vor dem Sturm

Wenn man sich die Geschichte von Blasen und Crashes ansieht, dann ist die Zeit vor dem Crash am unheimlichsten, die Gruselzeit wie in einem Krimi. Nur fühlte sich das für die Menschen, die tatsächlich in dieser Zeit lebten und arbeiteten, anders an. Was wir aus heutiger Sicht ganz klar und nüchtern als eine völlig abartige Blase identifiziert haben, war damals selbst für viele Experten eine normale Marktentwicklung. Wie damals im Jahre 1929 gab es hochrangige Akademiker und Experten, die der Blase eine intellektuelle Rechtfertigung gaben.

Diejenigen, die damals vor einem Crash warnten, wurden als Schwarzmalerei verschrien. Und Schwarzmalerei war in der Zeit von 2002 bis Mitte 2007 verpönt. Es war, wie der Chef der Europäischen Zentralbank Jean-Claude Trichet einmal anmerkte, ein Goldenes Zeitalter der Weltwirtschaft. In dieser Phase der Globalisierung profitierte die Weltwirtschaft von niedrigen Verbraucherprei-

sen, denn die neuen Industrieländer, insbesondere China, warfen immer billigere Produkte auf die Weltmärkte. Diese Situation erlaubte den Zentralbanken, die Zinsen auf ein bislang nie gekanntes Niveau zu senken. Im Jahre 2003 standen die Leitzinsen in den USA bei nur einem Prozent, in Europa bei zwei Prozent. Diese niedrigen Zinsen gaben zunächst der amerikanischen und mit einiger Verzögerung auch der europäischen Wirtschaft erheblichen Aufwind. Die amerikanische Wirtschaft hatte sich binnen kürzester Zeit von der kurzen Rezession im Jahre 2001 und den Terroranschlägen vom 11. September erholt. Vor allem die Finanzmärkte und der Immobilienmarkt erlebten einen ungeahnten Boom.

Während der Jahre 2003 und 2004 lagen die amerikanischen Zinsen unterhalb der Inflationsrate. Ökonomen sagen, die Realzinsen sind negativ, also die Zinsen unter Berücksichtigung der Inflationserwartungen. Das heißt, wer Geld auf der Bank hatte und sparte, erzielte jedes Jahr einen Wertverlust. Wer sich hingegen Geld lieh, erzielte jedes Jahr einen Gewinn, denn die zu zahlenden Zinsen sind geringer als der Wertverlust. Natürlich lagen die effektiven Zinsen, die man als Endverbraucher im Markt erhielt, etwas über der Inflation. Aber die Zinsen waren so tief gesunken, dass es für jeden Amerikaner rationaler war, sich Geld zu leihen als Geld zu sparen. Sie reagierten also völlig logisch auf die Anreize, die man ihnen gegeben hatte, und nach wenigen Jahren erlebte die USA konsequenterweise eine negative Sparquote – zum ersten Mal überhaupt.

Eine Folge der Niedrigzinspolitik war ein Ansteigen von Vermögenspreisen, insbesondere der Immobilienpreise. Alan Greenspan sagte in einem Interview mit der *Financial Times*, dass es nicht richtig sei, von nur einer Blase zu sprechen, es gab gleich mehrere Blasen gleichzeitig. Eine der ersten und wichtigsten Blasen, die hier entstanden sind, ist die Immobilienblase. Durch die billigen

Zinsen wurden die amerikanischen Hypotheken billiger. Anders als in Deutschland können in den USA Besitzer von existierenden Hypotheken diese jederzeit umfinanzieren, das heißt, sie sind in der Lage, ihre alte teure Hypothek abzulösen und durch eine neue billige Hypothek zu ersetzen, wenn die Zinsen fallen. So ist ein bislang unvergleichbarer Immobilienboom eingeleitet worden.

Der Case-Shiller-Index für amerikanische Hauspreise etwa für die Stadt Los Angeles verzeichnete einen Zuwachs der Immobilienpreise von 170 Prozent zwischen den Jahren 2000 und 2006. Eine Immobilie, die ursprünglich 100.000 Dollar kostete, war plötzlich 270.000 Dollar wert. In New York war die Wachstumsrate während dieser Periode 120 Prozent, in der Hauptstadt Washington 140 Prozent und in Miami 180 Prozent. Das heißt, in Miami haben sich die Häuserpreise binnen sechs Jahren fast verdreifacht. Im Vergleich dazu haben sich die Häuserpreise in Deutschland seit dem Wiedervereinigungsboom kaum verändert. Herrschte bei uns 15 Jahre lang Stagnation, so erlebten die USA einen auf Pump finanzierten Hauspreisboom, der größer war als jede Immobilienblase der Vergangenheit.

Warum waren die Zinsen damals so billig? Der Grund lag an den damals geringen Inflationsraten. Die amerikanische Zentralbank Federal Reserve hat die Zinsen so weit gesenkt, wie sie glaubte, dass das mit ihrem Inflationsziel vereinbar war. Jetzt sind die Preise von Häusern oder die Preise von Aktien nicht Bestandteil des Warenkorb, mit dem die Statistiker die Inflation berechnen. Dieser Warenkorb besteht hauptsächlich aus Gütern, Dienstleistungen und Mieten. Aber gerade die Güterpreise sind in dieser Zeit gefallen. Denn die Welt profitierte von Billigimporten vor allem aus Asien. Und wir alle profitierten in den Jahren vor dem Irakkrieg von billigen Ölpreisen.

Mit der Immobilienblase kam die Hypothekenblase. Es kamen immer abenteuerlichere Hypotheken auf den

Markt, Hypotheken mit Startzinsen, die niedriger waren als die Marktzinsen und die natürlich später mit umso höheren Zinsen bezahlt werden müssen, oder Hypotheken, die in ihrer Summe größer sind als der Wert der Immobilie. Vor allem aber kam es zu einer Form der Hypothek, über die sich damals kaum jemand Sorgen machte, die sich später als Auslöser der Krise entpuppen sollte: die Subprime-Hypothek, also die Hypothek an Kunden mit geringer Kreditwürdigkeit. Das Wort Prime bedeutet im Englischen so viel wie „erste Wahl“. So wie „Prime Rib“ als eine der besten Fleischsorten gilt, sind „Prime Credits“ Kredite an Kunden mit hoher Kreditwürdigkeit. Subprime bedeutet demnach Kredite an Kunden, von denen man nicht sicher ist, ob sie zurückzahlen können.

Die Euphorie an den Immobilienmärkten wurde so extrem, dass Banken oder spezielle Makler oftmals Hypotheken blind vergaben, ohne dass der Antragsteller auch nur ein Dokument vorlegen musste. Selbst nachdem die Blase schon längst geplatzt war, hörte man im amerikanischen Radio und Fernsehen immer noch Werbung, in denen Finanzmakler versprachen, Hypotheken ohne jegliche Prüfung innerhalb einer Stunde zu gewähren und innerhalb einer Woche zur Verfügung zu stellen. Das sollte sich aber im Verlauf des Jahres 2008 noch erheblich ändern. Man brauchte einfach nur in eine Bank zu spazieren oder einen Makler aufzusuchen, ein Formular auszufüllen, und man erhielt sofort einen Kredit von einer halben Million Dollar, eine Hypothek, die oft nie zurückbezahlt wurde. Die Banken und Makler, die sich auf dieses Spiel einließen, wetteten dabei darauf, dass die Häuserpreise in den USA für immer und ewig hochgehen würden. Im Jargon der Banker sprach man von sogenannten Ninja-Anleihen. Ninja stand für „no income, no job, no assets“, also kein Einkommen, kein Arbeitsplatz, kein Vermögen. Hier wurden also arme und zum Teil ungebildete Menschen regelrecht übers Ohr gehauen. Es

kam auch noch ein weiteres politisch brisantes Problem in den USA auf. Ein Großteil dieser Kreditnehmer gehörte ethnischen Minderheiten an.

Aber selbst der Subprime-Wahn schien zunächst relativ gut zu laufen. Die Zahlungsausfälle blieben überschaubar. Solange der Immobilienmarkt boomte, funktionierte dieses Pyramidenspiel. Der erste Akt unseres Dramas hatte daher zunächst gar nicht den Anschein eines Dramas. Zinsen und Inflation waren auf Tiefstständen, ebenso die Arbeitslosigkeit, zumindest in den USA. Das Produktivitätswachstum war ungewöhnlich hoch. Es war in der Tat ein Goldenes Zeitalter. Akt I war daher noch relativ nett, so wie in einem griechischen Drama. Nur im Rückblick bekommt man die Gänsehaut. Zu dieser Zeit ging es der Weltwirtschaft gut, und den Immobilienbesitzern ging es noch besser. Man borgte sich Geld zu billigen Zinsen, investierte es in Immobilien und Aktien. Die Wertsteigerung in diesen Märkten war um ein Vielfaches höher, als notwendig wäre, um die Zinsen zu tilgen. Es war also rational, Kredite aufzunehmen und in risikoreiche Wertpapiere oder Immobilien zu investieren.

Was wir bislang beschrieben haben, ist ein typischer Blasenmechanismus. Man investiert auf Pump, und irgendwann platzt die Blase. Unsere Geschichte verlief anders.

In unserem zweiten Akt trat ein neuer Akteur auf, der Kreditmarkt, der sich als einer der Bösewichte unseres Dramas entpuppen sollte.

Früher war ein Kredit ein Kredit. Die Bank vergab den Kredit an einen Kunden. Dieser Kredit blieb bis zum Ende der Tilgung in der Bilanz der Bank. Doch durch eine Reihe finanzieller Innovationen ist das heutzutage immer weniger der Fall. Die Banken sind heute in der Lage, Kredite, die sie vergeben haben, in den Finanzmarkt zu schleusen, was ihnen Spielräume verschafft, wiederum neue Kredite zu gewähren. Eine der zentralen Fragen, die

wir versuchen werden, in diesem Buch zu beantworten, ist, wie genau dieser Mechanismus funktioniert.

Was ist also passiert?

Einige Leser mögen sich noch an die Pleite der Kölner Herstatt-Bank im Jahre 1974 erinnern. Die Krise führte zu langen internationalen Konsultationen unter Finanzbeamten und Notenbankern, wie man Derartiges in Zukunft verhindern könnte. Man einigte sich in den 80er-Jahren auf eine Reihe von Prinzipien. Eines dieser Prinzipien war es, dass man Banken Obergrenzen für die Kreditvergabe auferlegte. Diese Grenzen hingen von verschiedenen Faktoren ab, vor allem aber dem Eigenkapital der Bank und der Art der Kredite. Im Fachjargon der Banker bezeichnet man diese Eigenkapitalregeln als „Basel I“, benannt nach der Schweizer Stadt, in der die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ihren Hauptsitz hat. Die BIZ nennt man auch die Notenbank der Notenbanken. Dort hatte man sich auf diese neuen Regeln geeinigt.

Basel I hatte aber einen wichtigen Nebeneffekt, der sich als eine der Ursachen dieser Krise erweisen sollte. Durch die Bestimmung von Obergrenzen der Kreditvergabe gab Basel I den Banken einen Anreiz, existierende Kredite in den Kapitalmarkt abzuschieben, um sich somit neue Spielräume für Kreditvergaben zu schaffen.

Wir beschreiben im Folgenden kurz und ohne jeglichen Anspruch auf Vollständigkeit, wie dieser Prozess vonstattenging. Die Grundidee ist, dass die Bank eine Anzahl von Krediten aus ihrer Bilanz entfernt, indem sie sie regelrecht „verkauft“. Das alles ist in der jetzigen Rechtslage völlig legal und gängige Praxis.

Wer ist also der „Käufer“ dieser Kredite? Zu diesem Zweck errichten Banken Zweckgesellschaften, die sogenannte besicherte Wertpapiere herausgeben. In der ursprünglichen und einfachsten Form spricht man im Englischen von Asset-Backed Securities oder ABS. Wenn es

sich um Hypotheken handelt, dann spricht von Mortgage-Backed Securities oder MBS. Die Aufgabe einer ABS oder MBS ist es – um bei unserer Wurst-Analogie zu bleiben –, die Kredite zu verwursten. Die ABS sind die Wurstfabrik (und die Bank ist der Schlachter). Die Kredite werden in festverzinsliche Wertpapiere umgeformt und werden dann im Markt an professionelle Investoren verkauft.

Für den Kreditnehmer ändert sich hier nichts. Er oder sie zahlt den Kredit zurück (oder auch nicht). Nur endet der Zahlungsstrom nicht mehr bei der Bank, sondern bei der ABS.

Vermögen und Schulden der ABS tauchen in keiner Bankbilanz auf, denn das würde die ganze Operation ad absurdum führen.

Die ABS wird oft auf einer exotischen Insel domiziliert, was allerdings nicht heißt, dass ihre Angestellten ebenfalls auf einer dieser Inseln leben. Im Gegenteil, sie leben dort, wo sie immer gelebt haben, in den Vororten von Zürich, in der Grafschaft Kent oder auf der Upper East Side in New York.

Jetzt stellt sich die Frage: Wie funktioniert die Umwandlung eines Kredits in ein Wertpapier? Man spricht hier vom Prinzip der Verbriefung. Ein Kredit ist ein Vertrag zwischen zwei Parteien. Man kann einen Kredit nicht auf einer Börse handeln. Man kann diesen Kredit aber „verbriefen“. Man muss sich jetzt eine ABS nicht als eine traditionelle Firma vorstellen, mit Kantine und Fuhrpark, sondern als eine Papierfirma mit Forderungen und Verbindlichkeiten. Die ABS gibt eigene festverzinsliche Wertpapiere heraus, die von den Ratingagenturen bewertet und dann an Anleger weiterverkauft werden. Diese Papiere sind durch die Kredite gedeckt.

Jetzt stellt sich eine weitere Frage: Wie ermittelt man den Preis eines solchen Wertpapiers? Da hinter diesen Wertpapieren lediglich die Kredite als Sicherung stehen,

muss man also die Frage beantworten: Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein Kreditnehmer den Kredit nicht zurückbezahlt? Dazu hat die moderne Finanzmathematik bahnbrechende Ergebnisse bereitgestellt, die den Banken zunächst die Illusion gaben, dass sie Kreditrisiken genau berechnen konnten.

In diesem Prozess spielten die Ratingagenturen eine wichtige Rolle. Sie waren es, die mithilfe der mathematischen Modelle, diesen Wertpapieren ihren Gütesiegel aufstempelten. Nicht nur das: Das Gütesiegel war der entscheidende Faktor für die Preisbildung. Eine Ratingagentur ist im Finanzmarkt ähnlich wie die Stiftung Warentest im Produktmarkt. Ein Gütesiegel der Ratingagentur bedeutet, dass der Markt ein Wertpapier als besonders sicher ansieht. Dabei war der Einfluss der Ratingagentur um ein Vielfaches höher als der Einfluss eines Produkttests, denn die Bewertung bestimmt effektiv den Preis des Wertpapiers. Dieser ergibt sich direkt aus dem der Bewertung zugrunde liegenden mathematischen Modell. Hier wurde also der Preis nicht direkt durch Angebot und Nachfrage bestimmt wie an einer Börse, sondern durch die Mathematik. Daher spielen diese Modelle eine wichtige Rolle in unserem Drama.

Und somit gab es eine Kette von Ereignissen, angefangen mit der Pleite von Herstatt, gefolgt von den Baseler Eigenkapitalregeln, der Auslagerung von Krediten an Zweckgesellschaften und der Schaffung des Kreditmarktes als der legale Ort, wo man die Regulierer regelrecht austricksen konnte.

Was hier beschrieben wurde, ist eine einfache ABS. Es gibt darüber hinaus noch komplizierte Strukturen mit Namen wie CDO, CMO, SIV oder SIV-light. Wir werden diesen Strukturen im Laufe des Buchs noch begegnen. CDO steht für Collateralized Debt Obligation oder besicherte Schuldverschreibung im Deutschen. Eine CDO funktioniert ähnlich wie eine ABS, nur im größeren Stil.

Wohingegen eine ABS aus Krediten festverzinsliche Wertpapiere produziert, kauft die CDO zum Beispiel die ABS oder MBS und verwurstet diese dann in neue Wertpapiere. Es gibt auch CDOs, die andere CDOs kaufen, und dieser Prozess kann theoretisch immer weiter geführt werden. Mit jedem Schritt wächst die Entfernung zwischen dem Investor, der am einen Ende der Kette steht, und dem Kreditnehmer am anderen Ende.

Ein SIV oder Special Investment Vehicle tut Ähnliches, nur besorgt es sich die Finanzen vom Geldmarkt, genauer gesagt dem Markt für Asset-Backed Commercial Paper, der in unserer Geschichte noch eine wichtige Rolle spielen wird. Die übliche Abkürzung für diesen Markt ist ABCP. Im Deutschen spricht man auch von besicherten Geldmarktpapieren. Die SIVs hinterlegen also Sicherheiten, und zwar die von ihnen selbst erzeugten Wertpapiere.

Das alles klingt kompliziert und ist es auch. Am Ende ist die Idee immer dieselbe. Man kauft entweder Kredite oder Wertpapiere auf und strukturiert sie in andere Wertpapiere um. Das tut man, entweder um den Baseler Eigenkapitalregeln zu genügen, oder um Investoren bestimmte Risikoprofile zu bieten. Es gibt noch viele andere Gründe.

Wie sehen nun diese Wertpapiere aus? Es handelt sich um Rentenpapiere oder Bonds, oberflächlich also ähnlich wie Bundesanleihen. Sie zahlen regelmäßig einen festen Zins und werden am Ende ihrer Laufzeit zurückbezahlt. Wie Bundesanleihen sind diese Wertpapiere im Markt handelbar. Und ebenso wie Bundesanleihen werden sie von Ratingagenturen bewertet.

Im Gegensatz zu Staatsanleihen gibt es aber einen entscheidenden Unterschied. Diese Wertpapiere werden nicht an einer Börse gehandelt, sondern nur im direkten Handel. Der Markt ist ähnlich strukturiert wie der Gebrauchtwagenmarkt. Man muss als Verkäufer einen Käu-

fer finden. Es gab in diesem Markt keine Händler, die zu jedem Zeitpunkt einen Preis für Kauf und Verkauf eines Wertpapiers anboten.

In den Boomjahren war es für Besitzer von verbrieften Wertpapieren kein Problem, ihre Beute zu verkaufen oder als Sicherheit für Kredite zu hinterlassen. Der Markt in diesen Produkten war zunächst rege und heizte sich in den Jahren billigen Zentralbankgeldes enorm auf. In guten Zeiten ließ sich fast alles vermarkten. Die Investoren haben sich um diese Tranchen regelrecht gerissen. Später sollte sich herausstellen, dass gerade in dieser Marktstruktur die Achillesferse dieses Marktes bestand.

1.2 Akt II: Das Ende des Booms

In der realen Wirtschaft gab es einen Boom, der durch billige Kredite entfacht wurde. Und in den Finanzmärkten, hinter den Kulissen, entstand ein neuer Zockermarkt, und zwar für komplizierte, verbiefte Produkte auf der Grundlage des guten alten Kredits. Im dritten Akt sind wir wieder in der realen Welt. Es ist die Spätphase des Booms.

Im Jahre 2006 fing der Häusermarkt der amerikanischen Ost- und Westküste an zu stagnieren. Es gab keine dramatischen Einbrüche. Die Preise gingen nur nicht weiter hoch, und in einzelnen Gebieten gaben die Preise ein wenig nach. Der Preisverfall hat sich im Jahre 2007 beschleunigt, und zwar flächendeckend. Damit endete die Spekulationsblase im Hypothekenmarkt abrupt.

Zu dieser Zeit wurde die Immobilienkrise ein Politikum. Das amerikanische Repräsentantenhaus und der Senat waren seit den Kongresswahlen im Jahre 2006 fest in der Hand der Demokraten. Viele der Opfer des Subprime-Booms lebten in demokratischen Distrikten. Die Demokraten prangerten die Wall Street an und drohten

mit drakonischer Regulierung. Für den Fall eines Wahlsiegs der Demokraten bei der Präsidentschaftswahl im Jahre 2008 wäre auch damit zu rechnen, dass das regulative Umfeld in den USA sehr stark zuungunsten der Banken verändern wird.

Die Krise an den Hypothekenmärkten existierte schon unterschwellig in der zweiten Hälfte des Jahres 2006, damals aber noch weit weg vom Auge der Öffentlichkeit. Die Zeitungen interessierten sich wenig für dieses Thema, und nur einige spezielle Wirtschaftsinformationsdienste wie Professor Nouriel Roubinis RGE Monitor, die amerikanische Fachpublikation *Grant's Interest Rate Observer* und in Europa die *Financial Times* schrieben über dieses Thema. Zu diesem Zeitpunkt waren die Ereignisse in den Kreditmärkten eher ein Thema für Fachleute, weit weg von der Öffentlichkeit, auch in den USA.

Die ersten großen Schockwellen kamen Ende Februar 2007. Das Problem war nicht der allgemeine Hypothekenmarkt, sondern vor allem die Subprime-Komponente, also diese abenteuerlichen Hypotheken, für die man keinen Einkommensnachweis brauchte. Diese Spekulationen rechneten sich nur unter der Annahme, dass die Immobilienpreise weiter stark ansteigen würden. Selbst eine Stagnation hätte diese Krise hervorgerufen. Ein Verfall der Hauspreise war für diesen Markt katastrophal. Und genau das war schließlich passiert.

Im Februar 2007 meldete New Century, der zweitgrößte Subprime-Kreditgeber in den USA, plötzlich hohe Verluste im Subprime-Geschäft. Die Meldung schreckte den gesamten Kreditmarkt auf. Überall stiegen die Zinsmargen, und zwar auch für Kreditpapiere, die überhaupt nichts mit dem Immobiliensektor zu tun hatten. Denn das Prinzip der Verbriefung wurde nämlich auch auf andere Kredite angewandt, auch Autokredite und Unternehmenskredite.

Ende Februar 2007 meldete die Börse von Schanghai einen plötzlichen Einbruch von knapp zehn Prozent. Der Grund hatte nichts mit dem Subprime-Debakel zu tun. Es war eine rein chinesische Angelegenheit. Die chinesische Regierung hatte zuvor angekündigt, Aktienspekulationen begrenzen zu wollen. Die Weltmärkte benutzten die Panik von Schanghai als Vorwand für eine Neubewertung der globalen Aktienmärkte. Auch in den Kreditmärkten kriselte es kurzfristig. Kredite wurden teurer, und es kehrte zumindest für ein paar Wochen wieder ein Sinn für Risiko in den Markt zurück. Die Krise schwappete kurzfristig vom Immobilienmarkt auf den Rest des Kreditmarkts über. Nach ein paar Wochen war aber diese Minikrise dann auch vorbei.

Der Boom ging danach fröhlich weiter und mit ihm immer verzweifeltere Versuche von Marktakteuren, diese Blase mit rationalen Argumenten zu erklären.

Später im Frühjahr nahm die Blase ein weiteres bedrohliches Ausmaß an. Man entwickelte einen neuen Typus von Kredit, einen Firmenkredit für Unternehmen mit schlechter Kreditwürdigkeit. Bei diesen Krediten verzichtete man auf die üblichen Kontrollen. Die maximale Höhe eines Kredites steht normalerweise in einem engen Zusammenhang mit dem Einkommen des Kreditnehmers. Ein Kreditnehmer ist normalerweise verpflichtet, bestimmte Liquiditätsvoraussetzungen zu erfüllen, wenn er den Vertrag für einen Kredit unterzeichnet. Jeder, der schon einmal eine Hypothek beantragt hat, weiß, dass die Banken in der Regel weniger als 100 Prozent des Immobilienwertes finanzieren, und dass die monatliche Abzahlung nicht höher sein darf als etwa ein Drittel des Nettoeinkommens. Das dient dazu, dass sich der Kreditnehmer nicht überlastet.

Bei dieser speziellen Form von Kredit wurde auf alle diese Vorsichtsmaßnahmen verzichtet. Es handelte sich dabei um ein Äquivalent von Subprime-Kredit, diesmal

übertragen auf den Markt für Unternehmenskredite. Im Fachjargon spricht man von „Cov-light“-Krediten, was für „Covenant light“ steht. Das englische Wort „Covenant“ bedeutet „Vertrag“. Cov-light bezeichnet also eine lockere vertragliche Regelung. Die maßlose Überhitzung im Immobiliensektor griff nun auf den Markt für Unternehmensanleihen über. Unternehmen konnten somit Konsortialkredite erhalten, auf die sie sonst keinen Anspruch gehabt hätten. Im Gegenzug dazu zahlte das Unternehmen einen etwas erhöhten Zinssatz. Da der Markt regelrecht boomte, war dieser Zinssatz allerdings nur ein wenig höher. Aus Sicht des Investors war der Ertrag relativ gering im Verhältnis zum Risiko. Nur scherten sich die Investoren wenig um das Risiko. Hauptsache, die Gewinnmarge war etwas höher.

Die Kontroverse um diese hochriskanten Kredite erreichte ihren Höhepunkt im Mai 2007, als Anthony Bolton¹, ein bekannter Fondsmanager, öffentlich vor diesem Instrument warnte. Es ist sehr selten, dass derartige Warnungen direkt aus der Industrie selbst kommen, und nicht etwa von Notenbankern oder Journalisten. Boltons Kritik war eines von mehreren Warnsignalen zu dieser Zeit, die signalisierten, dass hier ein Markt dabei war, völlig aus den Fugen zu geraten.

Doch zunächst ging auch diese Kontroverse spurlos an den Märkten vorbei. Die Kreditspannen – die Differenz zwischen den Zinssätzen von Krediten und denen von sicheren Staatsanleihen – wurden immer geringer. Die Investoren hatten zu dieser Zeit das Risiko völlig ausgeblendet. Ein etwas naiver Fondsmanager sagte einmal der *Financial Times*, die Firmen hätten nicht genug Zeit, pleitezugehen.

Das sollte sich als ein fulminantes Fehlurteil erweisen. Fast der gesamte Markt unterlag der Illusion, Liquidität sei schließlich ausreichend vorhanden. Doch dies ist oft eine Illusion. Plötzlich passiert etwas, und die Liquidität

ist mit einem Mal verschwunden. Im deutschen Volksmund sagt man über Bankkredite, man bekomme sie nur, wenn man sie nicht braucht. Ähnlich ist es mit der Liquidität. Sie ist ausreichend vorhanden, wenn man sie nicht braucht. Aussagen, wonach Liquidität reichhaltig vorhanden sei, sollte man daher mit Vorsicht genießen.

Was ist eigentlich Liquidität?

Man hört überall, dass es reichlich Liquidität gibt. Die einen behaupten, die Ursache für die Liquidität liegt bei der Niedrigzinspolitik der Notenbanken, insbesondere der Federal Reserve in den Jahren 2001 bis 2003. Andere sagen, die Ursachen liegen in den globalen Ungleichgewichten. Die eine Erklärung ist eine monetäre Erklärung, die andere eine realwirtschaftliche. Die Argumente sind auf beiden Seiten alles andere als trivial.

Wir kennen Liquidität, wenn wir sie sehen. Sie zu definieren ist ungleich schwerer. Marktteilnehmer machen oft die schmerzliche Erfahrung, dass Liquidität reichhaltig im Aufschwung vorhanden ist und dann im Abschwung plötzlich verschwindet – also genau das, was im August 2007 passiert ist. Das liegt daran, dass im Abschwung die hinterlegten Sicherheiten weniger wert sind und damit die Kreditversorgung reduzieren.

Der Kreditmarktexperte Henry Maxey definiert drei Sorten von Liquidität: Cash, also Bargeld, beziehungsweise liquide Mittel; Kredite, die auf der Basis von Einkommenserwartungen gegeben werden, wie etwa Konsumentenkredite; und schließlich Kredite auf der Basis von Sicherheiten, Collateral im Englischen. Maxey macht eine weitere Klassifizierung bezüglich der Herkunft der Liquidität, und zwar solche, die von Zentralbanken direkt erzeugt wird;

solche, die vom klassischen Bankensystem erzeugt wird; und schließlich Liquidität, die vom Nichtbankensektor her stammt. Letztere zum Beispiel ist ausschlaggebend für den hohen Hebel bei den Krediten für Hedgefonds.

Die Arten von Liquidität beziehungsweise deren Herkunft sagt uns allerdings wenig über die Zusammenhänge zwischen diesen Gruppen aus. Es kann also schon sein, dass die Liquidität am Ende der Kette ein monetäres Phänomen ist, das direkt von den Zentralbanken durch eine konsequente Niedrigzinspolitik verursacht ist. Zentralbanken versorgen Banken mit Liquidität, die dann durch eine ganze Reihe von direkten und indirekten Kanälen Liquidität in die Wirtschaft schleusen. Woher genau der Kredit am Ende kommt, ist letztlich irrelevant.

Es kann aber auch sein, dass Liquidität globale Ursachen hat. Selbst wenn die heimischen Zentralbanken keine Schuld treffen sollte, kann Liquidität dadurch entstehen, dass einige Länder, zum Beispiel die OPEC-Staaten oder China, enorme Handelsüberschüsse mit den USA aufweisen und die überschüssigen Dollars durch den globalen Finanzmarkt schleusen. Eine Liquiditätsblase ist daher in letzter Konsequenz immer ein volkswirtschaftliches Phänomen.

Es waren die letzten Monate vor dem Crash. Im Juni 2007 meldeten zwei Hedgefonds der großen US-Bank Bear Stearns, dass sie durch die Subprime-Hypothekenkrisen in ernste Zahlungsschwierigkeiten gerieten. Damals hieß es, einer der Fonds stünde kurz vor dem Kollaps. Die Muttergesellschaft hat später die Fonds mit milliardenschweren Finanzspritzen gerettet. Im August 2007 wurde die Lage an den US-Hypothekenmärkten

immer brenzlicher. Nach New Century, dem zweitgrößten US-Hypothekenkreditgeber, der im Februar Verluste meldete und Anfang April nach amerikanischem Recht das Insolvenzverfahren eröffnete, geriet plötzlich die gesamte Subprime-Industrie ins Straucheln. Während des zweiten Quartals 2007 beschleunigte sich der Verfall der Häuserpreise. Der Case-Shiller-Hauspreisindex für die 20 größten Städte der US fiel in diesem Quartal um 3,2 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Im dritten Quartal ging es weiter bergab. Die Varianz war sehr hoch. In einigen Regionen, wie zum Beispiel Chicago oder Westküste, waren die Verluste sehr viel höher.²

Viele Experten hatten Ende 2006 prognostiziert, dass sich der Immobilienmarkt bald wieder erholen würde. Das Gegenteil ist eingetreten. Der Preisverfall beschleunigte sich, und gerade für die Kreditnehmer im Subprime-Segment bedeutete der Knall im Immobilienmarkt den Ruin. Die Hausbesitzer waren plötzlich mit einer Situation konfrontiert, in der sie weder in der Lage waren, die Kredite abzuführen, noch, ihr Haus zu verkaufen. Denn der zu erwartende Erlös des Hauses war geringer als die gesamte Kreditschuld. Es passierte also, was passieren musste. Immer mehr Subprime-Kredite wurden nicht zurückgezahlt. Da die Banken die Kredite längst weiterverkauft, aufgeschnitzelt und in kleine Pakete transformiert hatten, waren sie selbst aus dem Schneider, aber nicht die SIVs. Im Juni und Juli 2007 brodelte es weiter, aber zumeist unterhalb der von der Öffentlichkeit bemerkten Oberfläche. Es war die Ruhe vor dem Sturm. Im August war es dann so weit.

Im August 2007 wurde schnell klar, welche Investoren sich mit diesen Subprime-Produkten eingedeckt hatten. Man vermutete zunächst, dass es hauptsächlich Hedgefonds waren. Hierbei handelt es sich um Investmentgesellschaften, die nicht reguliert sind und die höhere Risiken eingehen als gewöhnliche Investmentfonds. Vor