

Analyse

Der Weg in die Krise

Von Benedikt Fehr



Die Krise beginnt in Amerika - und dehnt sich inzwischen auf die ganze Welt aus. Wie konnte das geschehen?

17. März 2008 Ausgehend vom amerikanischen Hypothekenmarkt, ist das Weltfinanzsystem in eine gefährliche Krise geraten. Gleichzeitig beschleunigt sich rund um den Globus die Inflation, in den Vereinigten Staaten droht eine Rezession, das Vertrauen in die Weltleitwährung Dollar schwindet. Was hat in diese prekäre Lage geführt?

Volkswirtschaftliche Analysen sind kompliziert. Oft lassen sich die Kausalzusammenhänge – und damit die politische Verantwortung – nicht eindeutig bestimmen. Diese Einschränkung vorausgeschickt, kann man den Ursprung der aktuellen Krise auf den Beginn dieses Jahrzehnts zurückzuführen.

Mini-Leitzins treibt Immobilienhaussse

In den Jahren 2000 und 2001 wird die amerikanische Wirtschaft von einem Doppelschlag getroffen: Erst platzt die Internetaktienhaussse, dann folgen die Terrorangriffe vom 11. September. Die amerikanische Notenbank Fed befürchtet eine Deflation. Um gegenzusteuern, senkt die Fed ihren Leitzins auf äußerst niedrige 1 Prozent. Das Rezept funktioniert, und zwar vor allem deshalb: Amerikanische Eigenheimbesitzer dürfen Festzins-Hypotheken jederzeit ohne Zahlung eines Strafzinses vorzeitig kündigen. Als der niedrige Leitzins auch die Zinsen für langfristige Hypotheken sinken lässt, nutzen dies Millionen Haushalte: Sie kündigen ihre alte Hypothek und refinanzieren sie zu niedrigerem Zins. Die Folge: Die Haushalte haben jeden Monat mehr Geld für ihren Konsum zur Verfügung. Oder sie erhöhen die Hypothek auf ihr Haus und kaufen mit diesem zusätzlichen Kredit japanische Autos, Küchen aus Deutschland oder einen Anbau ans Eigenheim.

Zum Thema

Starökonom Nouriel Roubini: „Amerika muss seine Banken verstaatlichen“

JP Morgan übernimmt Bear Stearns zum Spottpreis

Wirtschaft in Not – die Notenbank legt nach

Das treibt den Konsum mächtig an, zumal ein zweiter Effekt hinzukommt: Das niedrigere Zinsniveau steigert die Nachfrage nach Wohnimmobilien. Zur Mitte des Jahrzehnts steigen die Eigenheimpreise Jahr für Jahr mit zweistelligen Raten. Über zusätzliche zweitrangige Hypothekenkredite (Home Equity Lines) ermöglichen es die Banken Haushalten, den erhöhten Wert des Eigenheims in Bargeld umzumünzen. So kann jeder Haushalt mit dem erhöhten Konsum des Nachbarn Schritt halten. Der kreditfinanzierte Konsumrausch grassiert, die Sparquote geht gegen null. Mitte 2004 ist die Konjunktur so

gefestigt, dass die Fed damit beginnt, den Leitzins anzuheben. Doch anders als beabsichtigt gehen die langfristigen Zinsen nicht ebenfalls nach oben. Die Immobilienhaushalte setzt sich fort.

Notenbanken verzerren den Markt

Der Grund dafür liegt vor allem in Asien. Nach der verheerenden Krise 1997/98 wollen die großen asiatischen Länder ihren Export – den Motor ihrer Volkswirtschaften – am Laufen halten, zumal Länder wie China und Indien Jahr für Jahr Millionen verarmter Bauern in Lohn und Brot bringen müssen. Ihre Strategie: Sie halten ihre Währungen künstlich niedrig bewertet. Um dies zu erreichen, kaufen die Notenbanken in großem Stil Dollar auf. Diese Eingriffe in den Devisenmarkt verhindern, dass die globalen Waren- und Kapitalströme ins Gleichgewicht kommen. Mit dem künstlich überbewerteten Dollar kaufen Amerikas Konsumenten im Ausland ein, was das Zeug hält. Das Leistungsbilanzdefizit steigt auf 6 Prozent der Wirtschaftsleistung.

Japan kauft in den Jahren 2003 und 2004 rund 300 Milliarden Dollar, 2007 hat China 460 Milliarden Dollar angekauft – Tendenz steigend. Das hat die Währungsreserven der Japaner auf 1000 Milliarden Dollar anschwellen lassen, die Reserven Chinas auf 1600 Milliarden Dollar. Japan interveniert seit 2004 nicht mehr in den freien Devisenhandel. Doch hält die Notenbank ihren Leitzins seit Jahren nahe null Prozent. Die Folge: Auch der Yen bleibt niedrig bewertet – und stützt damit die japanische Exportwirtschaft, die gegenüber dem erstarkenden Rivalen China abzufallen droht.

Investoren aus aller Welt nehmen äußerst billige Yen-Kredite auf, kaufen damit rund um den Globus Aktien, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen, Rohstoffe, ganze Unternehmen. Das treibt die Preise der Vermögenswerte nach oben. Im beinhalten Wettbewerb um Neugeschäft akzeptieren Banken in aller Welt die erhöhten Buchwerte als Sicherheit – und gewähren darauf weitere Kredite. Das Finanzsystem pumpt sich voll mit Krediten, die Hausse nährt die Hausse.

Die asiatischen Länder – und später auch die in Petro-Dollar schwimmenden Ölländer – legen ihre Dollar größtenteils in langlaufenden amerikanischen Staatsanleihen und ähnlichen Papieren an. Diese Nachfrage lässt die Kurse dieser Anleihen steigen, ihre Renditen fallen. Das trägt wesentlich dazu bei, dass die Leitzinserhöhungen der Fed „am langen Ende“ des Anleihemarktes wirkungslos verpuffen. Das Drama nimmt seinen Lauf.

Die Weltwirtschaft boomt

Zunächst freilich läuft alles wie geschmiert. Angetrieben vom Export, wachsen die Volkswirtschaften in Asien sprunghaft. Davon profitiert nicht zuletzt die deutsche Wirtschaft, die Maschinen in die Wachstumsländer liefert. Gleichzeitig treibt der Hunger nach Öl, Metallen und Nahrungsmitteln die Rohstoffpreise nach oben und befeuert damit auch die Volkswirtschaften der Ölproduzenten in Südamerika und Afrika. Die Weltwirtschaft wächst so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr. In den Vereinigten Staaten setzt sich dank der andauernd niedrigen Zinsen die Immobilienhaushalte fort. Das bringt die Bauwirtschaft mächtig in Schwung. Am Bau entstehen viele Millionen neue Arbeitsplätze. Das ist hochwillkommen. Denn durch die Globalisierung gehen gleichzeitig ungezählte Arbeitsplätze verloren.

Die Amerikaner leben über ihre Verhältnisse, die Länder, die über Devisenmarkteingriffe ihren Export fördern, auf ihre Weise auch: Ihre Notenbanken finanzieren den amerikanischen Konsumrausch nur zu bereitwillig über den Ankauf von Dollar. Die amerikanische Regierung warnt ebenso wie die Notenbankgouverneure und Finanzminister der führenden Industrieländer schon seit Jahren vor den Gefahren der „globalen Ungleichgewichte“; sie appellieren an China, den Yuan stärker aufwerten zu lassen. Die neue Supermacht China gibt sich stur, lässt den Yuan-Kurs von Sommer 2006 an nur in Minischritten steigen.

Die Bankaufsicht schaut zur Seite

Allmählich geraten die Dinge aus dem Lot. Vielen Millionen jungen Amerikanern und Immigranten, die ihren Traum vom Eigenheim noch nicht verwirklicht haben, laufen die Immobilienpreise davon. Finanzinstitute bieten Hilfe an. Sie offerieren „Subprime“-Hypothekenkredite. Damit können auch schwache Schuldner, die eigentlich nicht kreditwürdig sind, ein Haus erwerben, an der Immobilienhausse teilhaben. Der Kniff: Die Zinsen sind zunächst niedrig, sollen erst nach zwei oder drei Jahren angehoben werden. Die Verträge sind oft hanebüchen, die Praxis der Kreditvergabe sträflich lax. Die Aufsichtsbehörden schauen zur Seite. Die Regierung, die einen unpopulären Krieg im Irak führt, will die Bürger über eine gutlaufende Wirtschaft bei Laune halten.

Der neue Geschäftszweig floriert nicht zuletzt dank einer Finanzinnovation. Die Banken bündeln jeweils Tausende von Subprime-Krediten. Diese Portefeuilles werden als tranchierte Anleihen an Investoren verkauft. Das funktioniert so: Fällt in dem unterliegenden Portefeuille ein Kredit aus, wird dieser Verlust nicht anteilmäßig auf alle Investoren verteilt; vielmehr muss diesen ersten Verlust allein die unterste – hochriskante und deshalb extrahoch verzinst – Tranche tragen. Fallen im Portefeuille weitere Verluste an, muss diese die nächsthöhere Tranche absorbieren und so fort. Die oberen Tranchen sind dadurch immer besser gegen Verluste abgeschirmt. Die Folge dieser Finanzalchemie: Ein Portefeuille minderwertiger Kredite im Volumen von 100 Millionen Dollar verwandelt sich in eine „hochtoxische“ hochverzinsten untersten Tranche über 5 Millionen Dollar, fünf mittlere Tranchen von zusammen 20 Millionen Dollar – und eine hochwertige Tranche über 75 Millionen Dollar mit der besten Ratingnote AAA.

B-Kredite werden zu AAA-Anleihen

Nach gleichem Muster werden auch andere Kredite verbrieft: Autodarlehen, Kreditkartenforderungen, Gewerbehypothesen. Die Finanzkonstruktionen werden immer komplexer, immer weniger durchschaubar. Die Ratingagenturen spielen mit, inflationieren die Vergabe ihrer Bestnote AAA. Seit Ausbruch der Krise mussten sie Tausende von Noten herabsetzen, oft gleich um mehrere Stufen. Im Raum steht der Vorwurf, die Agenturen hätten prächtig daran verdient, die Banken bei der Strukturierung der Anleihen zu beraten – denen sie dann anschließend wohlwollend ihr Gütesiegel verliehen.

Abnehmer für diese AAA-Tranchen hat es in den vergangenen Jahren viele gegeben, in aller Welt. Denn das niedrige Zinsniveau der Staatsanleihen hat institutionelle Investoren wie Pensionskassen in „Anlagennotstand“ gebracht: Um ihre Renditeziele zu verwirklichen, suchen sie händeringend nach Anlagen, die – bei attestierter AAA-Sicherheit – ein paar Renditepunkte extra abwerfen.

F.A.Z. Electronic Media GmbH 2001 - 2008

Hedge-Fonds jagen nach Rendite

Ganz allgemein hat rund um den Globus eine Jagd nach Rendite eingesetzt. Deren Motor sind die Hedge-Fonds. In den neunziger Jahren waren sie noch Nischenspieler am Finanzmarkt, viele erzielten Superrenditen. Das lockt Nachahmer an: Tausende Investmentbanker legen eigene Fonds auf, das Kapital dazu sammeln sie bei institutionellen Investoren ein. Anders als die Banken sind Hedge-Fonds weitgehend unreguliert. Die Politiker in den Hedge-Fonds-Metropolen New York und London sträuben sich gegen eine Aufsicht. Sie wollen diese Wachstumsbranche nicht behindern.

Die verschärfte Konkurrenz macht es den Hedge-Fonds immer schwerer, die früheren Traumrenditen zu erwirtschaften. Um gleichwohl eine hohe Eigenkapitalrendite zu schaffen, arbeiten die Fonds mit immer größerem Kredithebel. Die Investmentbanken („Prime Brokers“) stellen die Kredite nur zu gerne zur Verfügung; sie verdienen an den Zinsen, zudem an den Gebühren, die die hyperaktiven Hedge-Fonds für die Abwicklung von komplexen Finanzgeschäften aller Art zahlen. Die Kredittürme wachsen in den Himmel. Manche Fonds nehmen auf einen Dollar Eigenkapital 30 Dollar Fremdkapital auf und mehr. Eine weitere Innovation, handelbare Kreditversicherungen, verbreitet die Illusion, dass sich die Kreditrisiken heutzutage besser beherrschen ließen als früher.

Ungehemmte Geldgier

Früher waren die großen Akteure der Hochfinanz – die Investmentbanken in Wall Street, die Merchant-Banken in London – als Partnerschaften organisiert: Die Partner teilten sich die Gewinne – und sie hafteten bei Verlusten mit ihrem privaten Vermögen. Sie hatten deshalb stets im Auge, dass ihre Mitarbeiter und Partnerkollegen nicht zu hohe Risiken eingingen. Moderne Investmentbanken und Hedge-Fonds arbeiten nach einem anderen Prinzip. Die Bankangestellten und Fondsmanager sind an den Gewinnen stark beteiligt, hingegen müssen Verluste von den Aktionären der Bank, den Teilhabern der Fonds oder den Kreditgebern geschultert werden. Bisweilen ist der Bonus für ein Jahr, in dem gewagte Spekulationen aufgehen, größer als das Lebenseinkommen zum Beispiel eines Universitätsprofessors.

Das verleitet dazu, übergroße Risiken einzugehen, ohne Rücksicht auf die Folgen in zwei, drei Jahren. Die Finanzbranche ersinnt immer neue Wege, lästige Aufsichtsbehörden auszuhebeln, zum Beispiel die inzwischen berüchtigten „Conduit“-Zweckgesellschaften. Nichts grenzt die Geldgier ein, Hemmungslosigkeit wird mit Reichtum über Nacht belohnt. Die Habsucht erfasst auch viele Manager von Industriekonzernen. Gleichzeitig steigt die Zahl der Bürger, die Verlierer der Globalisierung sind. Die sich öffnende Einkommensschere bringt die demokratischen Kräfte in vielen Industrieländern in eine Zerreißprobe. Die Zustimmung der Bevölkerung zur Marktwirtschaft schwindet.

Notenbanken tun zu wenig zu spät

Die kreditfinanzierte Jagd nach Rendite treibt im Laufe dieses Jahrzehnts praktisch alle Preise von Vermögenswerten – Aktien, Anleihen, Rohstoffen, Immobilien – nach oben. Doch die Notenbanken stemmen sich der galoppierenden Inflation der Vermögenspreise allenfalls halbherzig entgegen, lassen zu, dass die Kredittürme immer höher wachsen. Noch läuft ja alles gut, wächst die Weltwirtschaft, wird Wohlstand geschaffen. Zudem sind die Interessengegensätze zwischen den Nationen zu groß, als dass sich eine gemeinsame

Strategie zum Abbau der globalen Ungleichgewichte durchsetzen ließe. Die Vereinigten Staaten sind auf den stetigen Zustrom von Kapital angewiesen, müssen ihre Gläubiger bei der Stange halten – und sind deshalb als Ordnungsmacht geschwächt.

Zudem halten viele Notenbanken einäugig und kurzsichtig an ihrem Dogma fest, dem zufolge sie in erster Linie dafür verantwortlich seien, die Inflation der Verbraucherpreise niedrig zu halten – nicht aber die Inflation der Vermögenspreise. Bis ins Jahr 2007 hinein bleibt die Verbraucherpreisinflation niedrig, weil die Flut der Billigimporte aus China und anderswo die Preise der Konsumgüter sowie die Lohnzuwächse niedrig hält. Von 2006 an warnen die Notenbanken unmissverständlich, dass die Entwicklung an den Vermögenmärkten aus dem Ruder läuft. Doch angesichts der grassierenden Geldgier sind die Worte in den Wind gesprochen.

Jetzt schlägt die Stunde der Wahrheit, für alle. Aus den aufgeblähten Vermögenswerten entweicht die Luft, die Kursverluste bringen die Kredittürme ins Wanken, manche sind schon eingestürzt. Banken und Fonds erleiden Milliardenverluste, das Weltwährungssystem knirscht bedenklich, der Motor des globalen Wachstums – der amerikanische Konsum – stottert. Die überfällige Bereinigung der Exzesse hat begonnen. Zu hoffen bleibt, dass sie nicht die gesamte Weltwirtschaft erfasst und in die Krise stürzt.

Text: F.A.Z.

Bildmaterial: dpa

Lesermeinungen zum Beitrag [11]

[Beitrag kommentieren](#)

Sehr klar analysiert 20. März 2008, 10:10

Wunderbar beschrieben ... 19. März 2008, 23:14

Nicht nur exzellente Analyse, auch mit Stil, vom Anfang bis zum Ende 18. März 2008, 16:13



Anzeige



Risikolebensversicherung

Mit ASSTEL fair und günstig Ihre Familie absichern! 150.000 Euro ab 5,18 Euro/Monat!*



Preissturz bei congstar!

Mit dem Testsieger jetzt nur 9 Cent/Min. und SMS in D-Netz-Qualität. Hier klicken und sparen!

Dies ist ein Ausdruck aus www.faz.net.