

**SCHÄFFER**  

---

**POESCHEL**

# Einführung



# 1 Finanznachrichten und Finanzmarktkrise

## 1.1 Das hässliche Gesicht der Krise

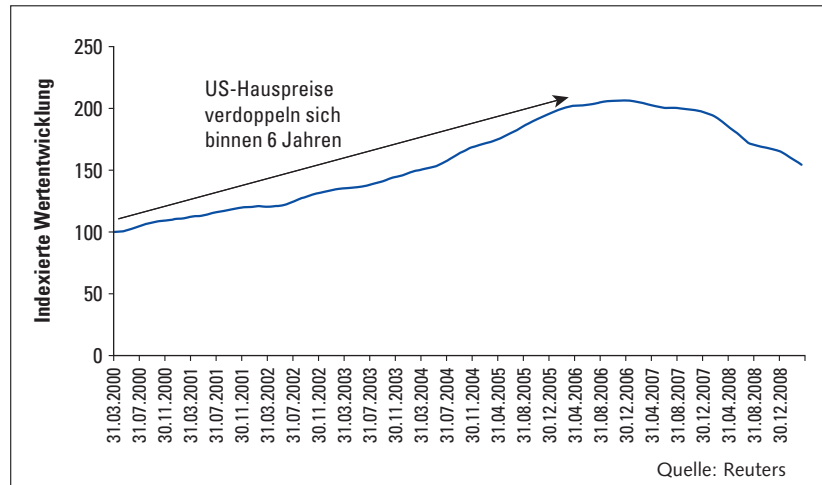
Ein Buch über Finanznachrichten kann und darf die Finanzmarktkrise, die im Jahr 2007 ihren Anfang nahm und in ihrem Verlauf auch die Realwirtschaft nachhaltig negativ beeinflusste, nicht ausblenden. Mit Blick auf die Inhalte dieses Buches ist es wichtig zu wissen, dass bestimmte Finanzinstrumente im Rahmen der jüngsten Finanzmarktkrise eine ganz entscheidende Rolle spielten und die globale Dimension sowie das Übergreifen auf sämtliche Finanzmarktsegmente und Anlageformen überhaupt erst möglich machten. Krisen, die durch überdurchschnittlich hohe Ausfallraten in bestimmten Kreditsegmenten ausgelöst wurden, hatte es auch schon in der Vergangenheit regelmäßig gegeben (z. B. die Asien-Krise 1997). Die kreditvergebenden Banken hatten in den meisten Fällen die Ausfallrisiken bestimmter Schuldner aufgrund überzogener Erwartungen an künftige Entwicklungen unterschätzt. Von den Auswirkungen derartiger Krisen in nationalen oder zumindest regional begrenzten Kreditmärkten wurde normalerweise nur das Land bzw. die Region selbst betroffen – Opfer der Fehlentwicklungen waren dann in erster Linie die kreditvergebenden Banken vor Ort. Dieses Mal war es jedoch anders: Zwar ging die Krise wieder von einem nationalen Kreditmarkt aus, dem Markt für US-Hypothekenkredite. Jedoch hatten es besondere Finanzinstrumente wie Collateral Debt Obligations (CDOs) oder Credit Default Swaps (CDSs) den Kreditinstituten ermöglicht, einen Großteil der Ausfallrisiken über Jahre hinweg auf Marktteilnehmer in der ganzen Welt zu transferieren. Insbesondere dadurch erlangte die Krise eine ganz besondere Brisanz und das Potenzial, wesentliche Elemente des modernen weltumspannenden Finanzsystems zu zerstören.

Besondere Finanzinstrumente ermöglichen Risikotransfer auf globaler Ebene

Dass im US-Immobiliensektor irgendetwas nicht stimmte, deutet sich spätestens Anfang des Jahres 2007 an. Der Boom am amerikanischen Markt für Einfamilienhäuser neigt sich nach kräftigen Preissteigerungen – in den Jahren 2000 bis 2006 hatten sich die Hauspreise in den Vereinigten Staaten landesweit mehr als verdoppelt – ganz offensichtlich seinem Ende zu. Eine zunehmende Zahl an Privathaushalten kann aufgrund deutlich gestiegener Leitzinsen und damit spürbar höherer Zinsbelastungen die monatlichen Annuitätzahlungen nicht mehr pünktlich leisten. Immer mehr Hypothekenkredite fallen aus, die Zahl der Zwangsversteigerungen steigt dynamisch an. Bis August 2007 gehen rund 50 Immobilienfinanzierer in den Vereinigten Staaten in Konkurs oder werden durch Notverkäufe übernommen.

Das Geschäft mit hypothekenbesicherten Schuldverschreibungen (CDOs), das über Jahre floriert hatte und dem in der Hochzeit ein Emissionsvolumen von mehreren Billionen US-Dollar zugrunde lag, gerät in eine ernsthafte Schieflage. Finanzstarke Marktteilnehmer wie Pensions- und Hedgefonds, Lebensversicherer und Geschäftsbanken, die über Jahre hinweg Hypothekenkredite mit gewaltigen Volumina am Markt aufgekauft hatten, sind plötzlich nicht mehr bereit, ihre liquiden Mittel in diese besondere Wertpapierform zu investieren. Damit wird Immobilienfinanzierern der Geldhahn quasi über Nacht zugedreht. Aber nicht nur sie kommen in

S & P Case-Shiller  
US-Hauspreisindex  
31.03.2000–31.01.  
2009 (Wiederverkaufspreise von Ein-  
familienhäusern)



Schwierigkeiten – auch viele der institutionellen Investoren selbst: Durch die spürbar anziehenden Ausfallraten bei Immobilienkrediten werden ihre Bestände an hypothekenbesicherten Wertpapieren von Tag zu Tag weniger wert. Sie erleiden zum Teil Verluste in Milliardenhöhe. Viele von ihnen haben die Käufe außerdem fremdfinanziert und dabei auf sehr kurzfristige Kreditformen zurückgegriffen, weshalb die Refinanzierung bei Fälligkeit der Kredite immer schwieriger wird und mehr und mehr Investoren mit ernsthaften Liquiditätsproblemen konfrontiert sind.

Da sich viele internationale Geschäftsbanken über spezialisierte und nicht bilanzierte Gesellschaften (für die sie jedoch in letzter Konsequenz haften müssen) im US-Immobilienmarkt engagiert hatten, weiß anfangs niemand wirklich, welche der großen amerikanischen und europäischen Kreditinstitute wie stark am US-Immobilienmarkt beteiligt sind. Dieser Umstand, gepaart mit einer nicht enden wollenden Flut an negativen Meldungen über den US-Immobilienmarkt in den ersten Monaten des Jahres 2007, führt im August schließlich zu einem massiven Vertrauensverlust im globalen Bankensystem. Erstmals seit den 1950er-Jahren kommt der internationale Geldhandel (hierunter versteht man insbesondere die Vergabe kurzfristiger Kredite unter Banken) weitgehend zum Erliegen. Die Zentralbanken sehen sich gezwungen, mit milliardenschweren Kreditprogrammen in den Interbankenmarkt einzugreifen und liquiditätsschwache Banken direkt mit zusätzlichen Mitteln zu stützen.

Im Oktober 2007 kündigt die Citigroup, seinerzeit eine der größten und bedeutendsten Geschäftsbanken der Welt, einen Abschreibungsbedarf auf Hypothekenkredite in Höhe von fast 17 Mrd. US-Dollar an (Anfang 2008 kommen noch einmal rund 24 Mrd. US-Dollar Abschreibungsbedarf für das 4. Quartal 2007 hinzu). Auch in Deutschland mehren sich die Gewinnwarnungen der Geschäftsbanken aufgrund unvorhergesehener Abschreibungen auf US-Hypotheken.

Im Dezember 2007 verkündet die US-Regierung einen Rettungsplan für private Kreditschuldner als erste staatliche Notfallmaßnahme. Der Plan zielt darauf ab, mehr als 1 Million Immobilienbesitzer vor der Zwangsvollstreckung zu bewahren.

August 2007:  
Der internationale  
Geldhandel gerät  
ins Stocken

ckung zu bewahren und damit einen Preissturz bei US-Immobilien zu verhindern. Die variablen Zinssätze für finanzschwache Kreditnehmer werden für fünf Jahre festgeschrieben, um im Falle weiterer Leitzinserhöhungen das Risiko neuer Zahlungsausfälle einzudämmen. Gleichzeitig erreicht die Krise auch die weltweit bekannte US-Hypothekenbank Fannie Mae. Sie meldet einen Kapitalbedarf von mehreren Milliarden US-Dollar, den sie zunächst durch die Ausgabe neuer Aktien decken kann. Im weiteren Verlauf der Krise (September 2008) wird sie gemeinsam mit dem zweiten großen Hypothekenfinanzierer der USA, Freddie Mac, unter staatliche Kontrolle gestellt.

Im Frühjahr 2008 wird erstmals offenbar, dass sich auch zahlreiche deutsche Banken in beachtlichem Ausmaß mit US-Hypothekenkrediten verspekuliert haben. Im Mittelpunkt des »deutschen Teils der Krise« stehen zunächst mehrere große Landesbanken und die halbstaatliche Industriekreditbank IKB. Letztere muss aufgrund ihres starken (überwiegend fremdfinanzierten) Engagements in hypothekenbesicherten Papieren durch mehrere, milliardenschwere Kapitalspritzen der staatlichen Großaktionärin KfW sowie deutscher Geschäftsbanken vor dem endgültigen Aus bewahrt werden.

Die Nachrichtenlage bleibt in den kommenden Monaten unverändert düster. Meldungen über Pleiten und Notverkäufe bedeutender US-Banken sowie weitere gewaltige Kredit- und Anlageabschreibungen diesseits und jenseits des Atlantiks machen während der Frühlings- und Sommermonate 2008 die Runde.

Und dann schockieren zwei Meldungen die globale Finanzwelt: Am 15. September 2008 beantragt das US-Bankhaus Lehman Brothers Gläubigerschutz. Für die meisten Marktteilnehmer vollkommen überraschend steht eine alteingesessene Investmentbank am Rande des Ruins. Gleichzeitig kommt es zur Zwangsübernahme des traditionsreichen Wall-Street-Unternehmens Merrill Lynch durch die Bank of America. Außerdem war im August auch Bear Stearns durch Morgan Stanley übernommen worden, weshalb viele Marktteilnehmer nicht mehr mit dem Bankrott einer der großen US-Investmentbanken gerechnet hatten. Die Lehman Brothers sind jedoch aufgrund eines hohen Abschreibungsbedarfs auf hypothekenbesicherte Wertpapiere ohne eine gewaltige Finanzspritze durch die US-Regierung nicht mehr zu retten – Gespräche zwischen hohen Regierungsvertretern sowie den Vorständen großer Bankhäuser über ein entsprechendes Hilfspaket verlaufen erfolglos, weshalb der Konkurs im Fall der Lehman Brothers unabwendbar ist.

Die Meldung über die bevorstehende Pleite löst weltweit massive Turbulenzen an den Renten- und Aktienmärkten aus. Nahezu gleichzeitig sieht sich die US-Regierung gezwungen, eines der größten Versicherungsunternehmen der Welt, die American International Group (AIG), mit einer Kapitalspritze in Höhe von 85 Mrd. US-Dollar zu unterstützen und 80% der Anteile der Gesellschaft zu übernehmen. (Über die kommenden Monate muss die US-Regierung weitere rund 100 Mrd. US-Dollar an die AIG überweisen, um einen Kollaps zu vermeiden. Warum die US-Regierung bei AIG komplett anders reagierte als bei Lehman Brothers bzw. warum sie die Investmentbank als einzigen großen Marktteilnehmer tatsächlich in Konkurs gehen ließ, erschließt sich Marktbeobachtern bis heute nicht.)

Schreckensmeldung Nr. 1:  
Das Ende der Lehman Brothers

Schreckensmeldung Nr. 2:  
AIG muss verstaatlicht werden

### Das erste Rettungspaket für die HRE

Mit der Hypo Real Estate (HRE) steht im September 2008 erstmals auch eine große deutsche Bank am Rande des Abgrunds. Eine Gruppe privater und öffentlich-rechtlicher Banken vereinbart gemeinsam mit der Bundesregierung eine erste Finanzspritze in Höhe von 35 Mrd. Euro, um den Zusammenbruch des einstmals hoch angesehenen DAX-Unternehmens zu verhindern. Schon wenige Tage später tun sich neue Milliardenlöcher bei der HRE auf. Nach zähen Gesprächen einigen sich die Bundesregierung und Vertreter großer Finanzinstitute auf ein neues Hilfspaket mit einem Volumen von mehreren zehn Mrd. Euro. Banken und Regierungsvertreter gehen heute davon aus, dass eine Pleite der Bank die globalen Finanzmärkte endgültig hätte kollabieren lassen. Die HRE spielte und spielt eine herausragende Rolle am europäischen Pfandbriefmarkt. Zahlungsausfälle in diesem traditionell als überaus sicher geltenden Anlagensegment hätten mit hoher Wahrscheinlichkeit Auswirkungen auf jede in Deutschland abgeschlossene (Kapital-)Lebensversicherung gehabt. (Die HRE war bei Drucklegung dieses Buches verstaatlicht worden. Eine komplette Abwicklung schien unabwendbar.)

Es folgt eine weitere Notfallmaßnahme der US-Regierung, die in ihren Ausmaßen als außergewöhnlich zu bezeichnen ist: Das US-Repräsentantenhaus verabschiedet im Oktober 2008 ein 700-Mrd.-Dollar-Paket zur Stabilisierung der Finanzwirtschaft. Das Maßnahmenbündel sieht insbesondere Sonderkreditprogramme und staatliche Bürgschaften für angeschlagene Finanzhäuser vor und hätte aufgrund seines gewaltigen Volumens jedem Zeitung lesenden Menschen rund um den Globus zeigen müssen, dass das internationale Finanzsystem in eine gewaltige Schieflage geraten war und die Auswirkungen mit hoher Wahrscheinlichkeit auch die Realwirtschaft nachhaltig beeinflussen werden.

Insbesondere deutsche Privatanleger scheinen aber von der potenziell systembedrohenden Krise an den internationalen Finanzmärkten über Monate nahezu unbehelligt, obwohl diese Krise die deutsche Medienlandschaft über die Geschehnisse bei Landesbanken, IKB und HRE längst erreicht hatte. Umschichtungen in privaten Anlageportfolios waren bis zum Oktober 2008 kaum festzustellen. Die US-Immobilienkrise schien über Monate weit entfernt auf der anderen Seite des Atlantiks abzulaufen – wirklich wahrgenommen wurden die Ausmaße, die diese Krise mittlerweile im Bankensystem erreicht hatte, von kaum jemandem. Warum sollten sich deutsche Anleger deshalb auch Sorgen machen?

### Oktober 2008: Die Bundesregierung spricht Garantie für private Spareinlagen bei deutschen Banken aus

Erst im Oktober 2008, als die Bundesregierung erstmals eine Komplettagarantie des Staates für private Spareinlagen verkündet, scheint sich die öffentliche Wahrnehmung der Finanzmarktkrise zu verändern. Am Tag nach der Ankündigung durch die Bundeskanzlerin stürzt der DAX auf den niedrigsten Stand seit Sommer 2006. In den Folgetagen kommt es zu weiteren beachtlichen Kapitalumschichtungen – das Geld fließt raus aus riskanten Anlagen wie Aktien und Aktienfonds sowie in großem Maßstab auch aus den nicht staatlich garantierten Geldmarktfonds, hin zu sicheren Anlageformen wie Bundesanleihen. Dieser Trend wird noch verschärft, als mit Island plötzlich auch ein westlicher Staat vor dem Bankrott steht. Unter deutschen Anlegern wächst die Unsicherheit – niemand, kein Unternehmer, kein Zentralbanker oder Bankvorstand, kein Regierungsmitglied, hatte in den vergangenen 60 Jahren Erfahrungen mit einer vergleichbaren Situation

gemacht. Das globale Finanzsystem scheint in seinen Grundfesten erschüttert. Dennoch: die große Panik, insbesondere ein Sturm auf die Banken, bleibt in Deutschland, anderen europäischen Ländern und auch den Vereinigten Staaten aus, was ohne Zweifel dem schnellen und entschiedenen Handeln der Regierungen und Zentralbanken in den G20-Staaten zu verdanken ist.

Ein Übergreifen der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft lässt sich aufgrund der gegebenen globalen Verflechtungen und besonderen Umstände dieser Krise jedoch nicht verhindern. Immerhin gelingt es aber, die Folgen für Privathaushalte durch die eingeleiteten staatlichen Maßnahmen und Konjunkturpakete deutlich abzumildern.

In der deutschen Industrie, die zwischen 2003 und 2008 durch ihren traditionell hohen Exportanteil überdurchschnittlich an der positiven globalen Wirtschaftsentwicklung partizipierte, wird im Jahr 2009 der schärfste Auftragsrückgang seit dem Ende des 2. Weltkriegs verzeichnet. Jahrelang hatten US-Bürger einen Teil der über Hauskredite erlangten Barmittel nicht in die betreffenden Immobilien selbst investiert, sondern für Konsumartikel und hochwertige Gebrauchsgüter, insbesondere Autos, ausgegeben. In Summe reden wir hier über zig Milliarden US-Dollar, die geliehen und ausschließlich für Konsumzwecke aufgewendet wurden. Angesichts des gewaltigen Kreditvergabevolumens und der hohen Importquote der USA ist es daher auch nicht weiter verwunderlich, dass die gesamte Weltwirtschaft durch die außergewöhnlichen Entwicklungen am US-Immobilienmarkt einen gewaltigen Aufschwung erlebte. Hinzu kam das »konsumfördernde« Gefühl der Amerikaner, durch die steigenden Immobilienpreise immer reicher zu werden und sich immer mehr leisten zu können. Die Blase bei US-Hauspreisen führte damit zu Übertreibungen auch in zahlreichen Sektoren außerhalb der Bank- und Baubranche und ihr Platzen wirkte sich nachhaltig negativ auf die Umsatz- und Gewinnentwicklung von Industrie- und Handelsunternehmen rund um den Globus aus.

Im Rückblick auf die Erholungsphase nach dem wirtschaftlichen Abschwung in den Jahren 2000 bis 2003 muss man sich heute die Frage stellen, ob die Erholung ohne die maßlos übertriebene Kreditvergabe am US-Immobilienmarkt überhaupt möglich gewesen wäre bzw. welche Entwicklung die Weltwirtschaft ohne diese Übertreibungen genommen hätte. Aus heutiger Sicht scheint die Inkaufnahme einer länger anhaltenden, wirtschaftlichen Abschwungs- und Konsolidierungsphase zu Anfang des Jahrhunderts (mit einer anschließenden, möglicherweise deutlich schwächeren Erholung) im Vergleich zum jetzt erreichten Krisenniveau – man schätzt, dass die Finanzmarktkrise insgesamt Vermögenswerte in Höhe von rund 50 Billionen US-Dollar vernichtet hat – jedenfalls als das deutlich kleinere Übel. Aber die Spekulation über Alternativszenarien ist müßig.

Im weiteren Verlauf dieses Abschnitts unternehmen wir zumindest für die internationalen Finanzmärkte den Versuch, Perspektiven für die kommenden Jahre aufzuzeigen. Zunächst aber möchten wir die möglichen Ursachen der Finanzmarktkrise intensiv durchleuchten.

Die Finanzmarktkrise erreicht die Realwirtschaft zuerst in den USA und dann auch in Europa

Ein »künstlicher« Wirtschaftsboom?

## 1.2 Die Ursachen

### 1.2.1 Wenn Geld nichts kostet – die jahrelange Niedrigzinspolitik der FED

Im Jahr 1987 übernahm Alan Greenspan den Vorsitz des Federal Reserve Board. Er wurde damit Chef der US-Notenbank und zu einem der einflussreichsten Männer der Welt. Gegen Ende seiner Amtszeit genoß er unter Politikern und Finanzexperten ein beachtliches Ansehen. Schließlich hatte er es geschafft, sämtliche Wirtschafts-, Banken- und Börsenkrisen während der vorausgehenden rund 20 Jahre vergleichsweise glimpflich zu beenden und den westlichen Industrienationen ein nahezu ununterbrochenes Wirtschaftswachstum zu bescheren.

US-Konsum belebt die Weltwirtschaft

Die Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten hatte in seiner Amtszeit nie wieder das Niveau von Anfang der 1980er-Jahre erreicht. Der steigende Wohlstand in Amerika sorgte aufgrund einer starken Konsumtätigkeit der US-Bürger bei gleichzeitig hoher Abhängigkeit von Güterimporten auch in anderen Industrienationen für beständiges Wachstum und konnte seit Anfang des neuen Jahrhunderts vor allem auch die chinesische Wirtschaft nachhaltig in Schwung bringen.

Menschen in den westlichen Industrienationen schufen während der Amtszeit Greenspans in Summe beachtliche Vermögenswerte. So wuchs etwa das private Anlagevermögen der Deutschen in der Zeit von 1991 bis 2008 von etwa 1,75 Billionen Euro auf in der Spitze über 4,5 Billionen Euro an. Das verfügbare Einkommen der Deutschen stieg gleichzeitig um mehr als 50 Prozent. »Maestro« wurde Greenspan ehrfürchtig genannt und gefeiert als der beste Währungshüter aller Zeiten.

Preemptive Easing

Was aber war sein Geheimnis? In der Sprache der Volkswirtschaftler nennt man es »Preemptive Easing« und »Quantitative Easing« – zu Deutsch sinngemäß etwa »vorsorgliche (präventive) Zinssenkungen« im ersten Fall bzw. »Geldmengenausweitung« im zweiten. Kritiker nennen es heute schlicht »Politik des billigen Geldes«. Greenspan hatte in allen größeren Krisenphasen während seiner Amtszeit die Zinsschraube kräftig nach unten gedreht und den Banken im großen Umfang zusätzliche Liquidität zur Verfügung gestellt. In der Folge wurde die Menge umlaufender US-Dollar über die vergangenen rund 20 Jahre deutlich ausgeweitet. Von Dezember 1987 bis Dezember 2007 war die US-Dollar-Geldmenge M2 von 2,8 Billionen Dollar auf ca. 7,5 Billionen Dollar angestiegen. Das breitere Aggregat M3, das z. B. in der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank über Jahrzehnte eine große Rolle spielte, wird von der FED seit dem Jahr 2006 gar nicht mehr veröffentlicht. M3 hatte von Dezember 1987 bis Februar 2006 (letzter verfügbarer Wert) von ca. 3,7 Billionen US-Dollar auf ca. 10,3 Billionen US-Dollar zugelegt und dürfte sich bis Ende 2007 deutlich mehr als verdreifacht haben.

### Preemptive Easing (»vorsorgliche Zinssenkungen«) und Preemptive Tightening (»vorsorgliche Zinserhöhungen«): Mittel zum Zweck seit Ende der 1980er-Jahre

Die starke Fokussierung geldpolitischer Entscheidungen der US-Notenbank auf steigende Inflationsraten einerseits und Rezessions- bzw. Deflationsgefahren andererseits lässt sich in den vergangenen zwei Jahrzehnten sehr gut und regelmäßig beobachten.

**1987 und 1988:** die FED hebt die Leitzinsen deutlich an mit dem erklärten Ziel der Inflationsbekämpfung.

**1989 bis 1990:** die US-Notenbank senkt die Leitzinsen, bevor die Rezession spürbar Fuß fassen kann.

Februar **1994** bis Februar **1995:** die FED hebt die Leitzinsen in schneller Abfolge von 3 auf 6 % an; Ziel: vorsorglicher Kampf gegen einen erwarteten deutlichen Inflationsanstieg, der jedoch nicht kommt.

März **1997** bis Mai **2000:** erneute Zinsanhebungen, um eine »konjunkturelle Überhitzung« zu vermeiden.

**2000 bis 2003:** mehr als 10, zum Teil aggressive Zinssenkungen (kumuliert: – 5,5 %), um einen Wirtschaftskollaps nach dem Platzen der Technologieblase, nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 sowie im Zuge der Anbahnung des 2. Irak-Krieges zu verhindern.

**2004 bis 2006:** insgesamt 16 Zinserhöhungsschritte von 1,0 % auf 5,25 %; durch die deutliche und nachhaltige Leitzinsanhebung soll anziehenden Verbraucherpreisen, aber auch den Übertreibungen am Immobilienmarkt entgegengewirkt werden.

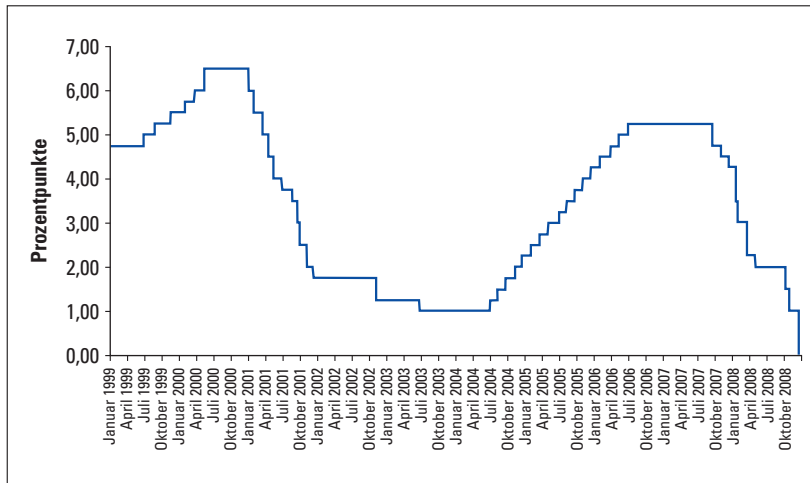
**2007 bis 2009:** drastische, in ihrer Dynamik und ihren Ausmaßen bisher noch nicht dagewesene Rücknahme des Leitzinssatzes von 5,25 % auf 0 %, um einen Zusammenbruch der Realwirtschaft im Zuge der Finanzmarktkrise sowie deflationäre Tendenzen zu verhindern.

Rechtfertigen gegenüber Politikern, Volks- und Wirtschaftswissenschaftlern sowie dem Rest der Welt ließ sich die »Politik des billigen Geldes« durch die starke Fokussierung der US-Notenbank auf die Preissteigerungsrate bei Gütern und Dienstleistungen der privaten Lebensführung. Im Kern geldpolitischer Entscheidungen der FED stand und stehen vor allem anerkannte Verbraucherpreisindizes. Experten nennen das auch »Inflation Targeting«: Solange die Verbraucherpreise nicht signifikant steigen (Inflation) oder sinken (Deflation), sieht die US-Zentralbank prinzipiell keinen Handlungsbedarf.

Seit Anfang des neuen Jahrhunderts wurden die Entscheidungen der US-Notenbanker eindeutig von deren Angst vor längeren Phasen mit sinkenden Preisen, also Deflation, dominiert. Letztere wird von Volkswirtschaftlern gemeinhin als noch schlimmer für die Wirtschaft eingestuft als Inflation. Diese Einschätzung beruht vor allem auf den Erfahrungen während der Weltwirtschaftskrise in den 1930er-Jahren sowie jenen in Japan in den 1990er-Jahren. In beiden Situationen hegten die Wirtschaftsteilnehmer angesichts langfristig sinkender Preise mehr und mehr die Erwartung, die Preise würden noch weiter fallen und es wäre nur rational, Kaufentscheidungen möglichst weit in die Zukunft zu verschieben. In der Folge kam es in beiden Fällen zu einem konjunkturellen Zusammenbruch und einer Lähmung der Wirtschaftstätigkeit. Deflation ist demnach eine Spirale, die über einen gewissen Zeitraum

»Politik des billigen Geldes«

Angst vor Deflation bestimmt das Handeln der FED



US-Leitzinsentwicklung 1999–2008  
(Fed Funds Rate)

Niedrige Inflation rechtfertigt niedrige Leitzinsen, aber ...

mit immer weiter sinkenden Preisen zu immer größerer Kaufzurückhaltung (und damit sinkendem Wirtschaftswachstum) führt. In den vergangenen 10 Jahren stand die Bekämpfung dieses Phänomens im Mittelpunkt der Geldpolitik der US-Notenbank bzw. wurden die geldpolitischen Entscheidungen mit starkem Fokus auf Deflationsgefahren getroffen.

Das Prinzip war einfach: Immer, wenn keine Inflationsgefahren drohten, konnte die FED das Mittel des Preemptive-Easing anwenden und die Krisenbekämpfung mit massiven Zinssenkungen umsetzen. Das Fatale daran jedoch ist, dass die starke Fokussierung auf die Inflationsentwicklung innerhalb der vergangenen rund 25 Jahre in eine Zeitperiode fiel, in der es durch die wirtschaftliche Integration Chinas und anderer Schwellenländer ohnehin zu einem globalen Druck auf die Preise für Güter und Dienstleistungen kam. Darüber hinaus schränkte die sich beschleunigende Globalisierung den Preiserhöhungsspielraum der Unternehmen in den westlichen Industrienationen ein und wirkte dämpfend auf die Lohnentwicklung. Die Güterpreise verloren dadurch ihre Funktion als Krisenindikator. Gleichzeitig ordnete die FED anderen wichtigen Faktoren, wie der Geldmengenentwicklung, dem Volumen ausstehender Kredite oder der Entwicklung bei Vermögenswerten wie Aktien oder Immobilien oftmals eine nur untergeordnete Rolle zu. Insbesondere in der Rezession zu Anfang des neuen Jahrtausends sowie im Herbst 2008, dem bisherigen Extrempunkt der aktuellen Finanzmarktkrise, verwies die US-Notenbank bei ihren zum Teil drastischen Zinssenkungsschritten auf die besonders hohe Gefahr rückläufiger Verbraucherpreise, um ihre »Politik des billigen Geldes« zu rechtfertigen. Vor allem in der – aus historischer Sicht – außergewöhnlich langen Niedrigzinsphase von Sommer 2003 bis Sommer 2004 nahm die FED in Kauf, dass sich die dynamischen Preissteigerungen bei US-Immobilien durch die von ihr betriebene Niedrigzinspolitik noch verstärken konnten. Wir werden diesen Aspekt in den folgenden Abschnitten weiter vertiefen.

### 1.2.2 Der wirtschaftliche Abschwung in den Jahren 2000 bis 2003: Startzeitpunkt der Finanzmarktkrise?

Die wesentliche Basis für die globale Finanzkrise wurde nach heutiger Auffassung bedeutender Wirtschaftswissenschaftler in der konjunkturellen Abschwungphase zu Anfang des neuen Jahrtausends gelegt. Mit dem Platzen der Technologieblase im Frühjahr 2000 hatte eine mehrjährige Periode mit zweistelligen Kursgewinnen an den bedeutenden westlichen Aktienmärkten ein jähes Ende gefunden. Viele Aktiengesellschaften konnten die hochgesteckten Erwartungen der Investoren nicht erfüllen – die Auswirkungen des technologischen Fortschritts, insbesondere des Internet, auf das tägliche Leben, die wirtschaftliche Entwicklung und Unternehmensgewinne waren von Vorständen, Analysten und Investoren gleichermaßen maßlos überschätzt worden.

Technologie-Boom  
findet jähes Ende

Mit den stark rückläufigen Aktienkursen gingen vor allem in Nordamerika beachtliche Vermögensverluste breiter Bevölkerungsschichten einher. Die Unsicherheit über die finanzielle Zukunft, besonders die Angst, im Alter mittellos dazustehen, führte zu einem spürbaren Einbruch der US-Binnennachfrage und infolgedessen auch zu einer konjunkturellen Abkühlung in Europa und Asien. Waren zunächst vor allem Aktien von Technologieunternehmen unter die Räder gekommen, wurden jetzt auch Standardunternehmen aus traditionellen Branchen und letztlich sämtliche Aktienmarktsegmente betroffen.

US-Notenbankchef Greenspan sah sich erneut zum Griff zu seinem Wundermittel gezwungen, dem »Preemptive Easing«: Der US-Leitzins wurde in der Zeit von August 2000 bis August 2001 von 6,5 % auf 3,5 % gesenkt. Zu mehreren, vergleichsweise starken Zinssenkungen kam es in den Monaten nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001. Die US-Notenbank und mit ihr alle bedeutenden Zentralbanken der Industrienationen sahen sich durch die Terroranschläge in den Vereinigten Staaten zu sehr deutlichen Zinssenkungen gezwungen, um einen weltweiten Wirtschaftskollaps und deflationäre Tendenzen zu verhindern. Denn schon damals fürchtete sich Greenspan vor sinkenden Güterpreisen und einer wirtschaftlichen Depressionsphase, wie sie letztmalig in den 1930er-Jahren aufgetreten war. Die Fed Funds Rate wurde von September 2001 bis Januar 2002 von 3,5 % auf 1,75 % gesenkt und damit binnen weniger Monate halbiert. Der Tiefpunkt der Zinssenkungsphase wurde rund eineinhalb Jahre später erreicht, als der Leitzins im Juli 2003 auf 1,0 % herabgesetzt wurde. Auf diesem bis dahin historisch niedrigen Niveau verharrte er dann für exakt 12 Monate.

Der ausschließliche Blick auf die Inflationsrate schien diese lange Phase extrem niedriger Zinsen zu legitimieren, denn die starke Mittelversorgung des Bankensystems hatte kaum messbare Auswirkungen auf die Preise von Gütern und Dienstleistungen des täglichen Bedarfs. Heute aber wissen wir, dass die lockere Geldpolitik, mit der Greenspan auf das Platzen der Technologieblase reagierte, den Grundstein für eine neue Übertreibung legte: den Boom bei US-Immobilien.

Die »Politik des billigen Geldes« entlud sich also zum einen in steigenden Hauspreisen, zum anderen kam es zeitversetzt zu einer Preisexplosion bei risikobehafteten Anlageformen wie Aktien, Rohstoffen und Unternehmens-

Vermögenspreis-  
explosion

anleihen. Die Verbindung von hoher Liquidität und niedrigen Zinsen schuf für professionelle Vermögensverwalter wie Hedgefonds-Manager, Versicherungs- und Fondsgesellschaften starken Druck, in immer risikoreichere Anlageformen zu investieren, um überhaupt noch vertretbare Renditen zu erzielen. In der Folge legten in den Jahren 2003 bis 2008 auch andere Vermögenswerte, insbesondere Aktien und Unternehmensanleihen, deutlich an Wert zu. Die Risikozuschläge (»Spreads«) gegenüber sicheren Anlageformen wie Staatsanleihen reduzierten sich spürbar und erreichten historisch niedrige Niveaus.

Risikotransfer  
in gigantischem  
Ausmaß

Parallel setzte ein Boom bei der Emission komplexer Finanzprodukte ein, die es insbesondere Banken ermöglichten, Kreditrisiken im großen Stil auf andere Finanzmarktteilnehmer zu transferieren. Die bekanntesten dieser Produkte sind Collateral Debt Obligations (CDOs) und Credit Default Swaps (CDS). Beide werden später im Kapitel über Anleihen beschrieben. Da sie jedoch maßgeblich zum Ausbruch und zur Verstärkung der Finanzmarktkrise beitrugen, möchten wir auch an dieser Stelle kurz auf sie eingehen. Bei Collateral Debt Obligations handelt es sich um besondere Formen von Schuldverschreibungen (»Anleihen«): Während man sich bei herkömmlichen Anleihen darauf verlässt, dass der Herausgeber regelmäßig Zinszahlungen und am Ende der Laufzeit auch die Kapitalrückzahlung leistet, kommen bei Collateral Debt Obligations weitere Parteien ins Spiel, zum Beispiel die Schuldner von Hypothekenkrediten, Autokrediten oder Kreditkartenverbindlichkeiten: Die Zahlungsansprüche (»Forderungen«), die gegenüber diesen Schuldnern bestehen, werden gebündelt, in neuen Wertpapierurkunden verbrieft und an Anleger verkauft. Wenn nun jemand diese neuen Wertpapiere erwirbt, hat er Anspruch auf die regelmäßigen Zahlungen, die aus den zugrunde liegenden Forderungen resultieren. Einfaches Beispiel: Die monatliche Annuitätenzahlung aus einem Hypothekenkredit fließt nicht mehr an die Hausbank des Immobilienbesitzers, sondern an die Inhaber der darauf geschriebenen Collateral Debt Obligations. Die Bank hat die Forderung quasi durch Verkauf an den Inhaber des CDOs abgetreten und selbst keinerlei Ansprüche mehr gegen den Hausbesitzer. Der enorme Vorteil für das Kreditinstitut: Mit der Forderung überträgt es auch sämtliche Risiken aus dem Immobilienkredit. Und wenn der Häuslebauer seinen Zahlungsverpflichtungen aus dem Hypothekenkredit nicht mehr nachkommt, schlägt das voll auf die Inhaber des CDOs durch, da diese dann keine Zahlungen aus dem Papier mehr erhalten – die Bank bleibt von dem Zahlungsausfall jedoch unberührt, sofern der Kredit eine gewisse Mindestlaufzeit »ausfallfrei« überstanden hat.

CDO: Risikotransfer  
und Refinanzierung

Verstehen muss man an CDOs eigentlich nur zwei wesentliche Eigenschaften: Erstens ermöglichen sie es Banken und Sparkassen, die in Form von Krediten vergebenen Mittel relativ schnell und kostengünstig wiederzubeschaffen (»zu refinanzieren«). Zweitens wird das Kreditausfallrisiko mittels Verbiefung und Verkauf der CDOs unmittelbar auf eine dritte Partei, die Käufer der CDOs, übertragen.

CDS: Risikotransfer  
durch Kreditversicherung

Ein Credit Default Swap (CDS) bietet einer Bank – analog zu einem CDO – einen Transfer des Kreditrisikos auf eine Dritte Partei, den Swap-Kontrahenten. Anders als bei einem CDO-Konstrukt kann eine Bank über einen CDS jedoch keine Liquidität beschaffen, also keine Refinanzierung vergebende