



# Wie die Krise das Laufen lernte

**Finanzkrise.** Das Platzen der Immobilienblase und der Fall von Lehman Brothers waren die Dominosteine, die alles zum Einsturz brachten. Allerdings wiesen bereits in den Jahren zuvor zahlreiche Experten auf die drohende Apokalypse hin – vergeblich. Zu verführerisch waren jene zerstörerischen Schöpfungen, die manchen den großen Reichtum bescherten. Möglich gemacht wurde das durch zu viel billiges Geld.

Foto: Flickr (4)

**J**ump, fuckers!“ war die Botschaft von jenen unten an jene oben. Springt. In der Tat gab es einige, die wirklich sprangen. Fonds-Managern, Brokern, Anlageberatern, Managern – ihnen allen galt die Aufforderung auf den Transparenten, die in der New Yorker Wall Street von wütenden Demonstranten empor gestemmt wurden. Springt doch – aber ohne eure goldenen Rettungsschirme. Esst noch mehr Geld. Wo bleibt mein Bail-out?

Als Lehman Brothers fiel, löste das eine Lawine aus. Heute sagen die meisten, dass diese Pleite ein gravierender Fehler war: Lehman Brothers hätte gerettet werden müssen. Allerdings wäre die Blase dann zwar später, aber trotzdem geplatzt, sind Experten überzeugt. Denn begonnen hat die Krise nicht mit dem Fall von Lehman Brothers, auch nicht mit dem Platzen der Immobilienblase durch steigende Zinsen – das hat sie nur ausgelöst. Begonnen hat sie viel früher: Zu große Banken bekamen zu leicht zu viel Geld. Geld, das nicht in die Realwirtschaft floss, sondern innerhalb der Finanzmärkte immer weiter verschachtelt wurde. Experten schätzen, dass 90 Prozent der globalen Geldströme mit der Realwirtschaft nichts mehr zu tun haben, sie sind ausschließlich der Stoff für Spekulationsgeschäfte. Casinospielchen, die wenig mit Fakten, sehr viel aber mit Poker zu tun haben. Die Spieler haben eine Zeit lang gut, aber schließlich viel zu hoch gepokert, als sie ihre Glückssträhne witterten. Sie haben ignoriert, was passieren kann, wenn ihr Blatt sich wendet. Jetzt will niemand verantwortlich sein.

Es gab viele, die warnten. Davor, dass der Schein schlussendlich das Sein einholen würde. Dass der aufgeblähte Finanzmarkt mit enormen Risiken, aber zu wenig Sicherheiten behaftet sei. Die Rufe wurden ignoriert, die Rufenden als Klumpfuß der Finanzwirtschaft titulierte. Als das ganze Gebilde aus Derivaten, Credit Default Swaps und Subprime-Krediten in sich zusammenfiel, war es zu spät. Das

ausgeklügelte System, das im Grunde niemand mehr verstanden hatte, kollabierte.

Heute wird wieder gehandelt. „Bab!“ rufen sich Broker und Fonds-Manager zu – Bonuses are back. Und die Realwirtschaft leidet. Leidet unter den Folgen der zügellosen Geldgier jener, die doch einmal ihr Diener war. Heute ist die Finanzwirtschaft nicht mehr der Diener. Sie ist der Herr; sie entscheidet über Schicksale, über Leben oder Sterben von Unternehmen und Privatpersonen.

Der 800.000-Dollar-Subprime-Kredit, der an die alleinerziehende Fitnesstrainerin in Texas vergeben wurde, damit sie sich ein Haus für sich und eines zur Anlage kaufen kann – gemäß dem US-amerikanischen Wahlspruch „Ein Haus für jeden Amerikaner“ – ist und war nie gesichert. Trotzdem wurde er gemeinsam mit anderen Kreditforderungen in so genannten Collateralized Debt Obligations (CDO) gebündelt und weiterverkauft, rund um den Globus. Die Texanerin kann schließlich, wie die meisten anderen, ihre Raten nicht mehr bezahlen. Ihr Haus – die Sicherheit – ist, neben den Millionen anderen, das Papier nicht wert, das einst den Geldsegen bescherte.

Die Kredite, die unter anderem auch auf Drängen der US-Politik so großzügig verteilt wurden, haben in der Zwischenzeit viel Geld gebracht. Geld und Risiken, die immer weitergereicht wurden, und sich – auf dem Papier – vermehrten. „Wenn ich 1000 Euro bei meiner Bank anlege, dann wird die Bank ca. 900 Euro als Kredit an einen Dritten geben – 100 Euro hält sie als Sicherheit bei sich in der Kasse. Dieser Dritte wird das Geld auf eine andere Bank bringen, welche wiederum 100 einbehält und 800 als Kredit weitergibt. So sind also aus den ursprünglichen 1000 Euro schon 1900 Euro entstanden. Das kann man immer weiter so spielen“, sagt Teodoro Cocca, Leiter der Abteilung für Asset Management am Institut für betriebliche Finanzwirtschaft der Johannes Kepler Universität Linz.

## Zocken bis zum Ende: Die riskantesten Finanzprodukte

*In den 1990er Jahren wurden einige jener Finanzprodukte erfunden, deren unverantwortlicher Einsatz u.a. zum Kollaps des Finanzsystems führte.*

**Credit Default Swaps (CDS)** wurden in ihrer heutigen Form 1997 bei JPMorgan Chase & Co. mit dem Ziel entwickelt, das Ausfallrisiko auf eine andere Partei zu übertragen, um so die regulatorische Auslastung des Eigenkapitals zu reduzieren. Weltweit ist der Bestand an CDS von 10 Billionen US-Dollar 2004 auf über 60 Billionen US-Dollar 2007 angewachsen, 2008 lag das Volumen noch bei über 50 Billionen US-Dollar.

**Collateralized Debt Obligations (CDO)** sind Portfolios aus festverzinslichen Wertpapieren. Sie enthalten risikobehaftete Kreditforderungen, die als vermeintlich sichere Investments verkauft werden. CDOs können in immer weitere CDOs verbrieft werden – den Ursprung der Kette kennt am Ende niemand mehr. Als „Großvater der CDOs“ gilt Chris Ricciardi, Vorstandschef des Investment-Unternehmens Cohen & Co. (Philadelphia), der das Finanzprodukt 1999 entwickelte.

**Subprime-Kredite** wurden ab den 1990er Jahren an Kreditnehmer mit geringer Bonität vergeben. Durch die extreme Zunahme dieser Immobilienkredite wurden sie ab 2006 in CDOs gebündelt. Gepaart mit einer

guten Bewertung von Ratingagenturen wurden sie an europäische oder asiatische Banken verkauft, wodurch „amerikanische“ Risiken internationalisiert wurden. Subprime-Kredite waren insofern eine tickende Zeitbombe, da sie nur solange funktionierten, wie Kreditnehmer ihre Raten zahlten. Als die Kreditzinsen stiegen, die Kreditnehmer nicht mehr zahlen konnten und die am Ende stehenden Zwangsversteigerungen den Banken Verluste aufgrund der sinkenden Immobilienpreise bescherten, kam es schließlich zur Subprime-Krise.

**Hedgefonds** sind Investmentfonds mit spekulativer Anlagestrategie. Sie sind gekennzeichnet durch den Einsatz von Derivaten und Leerverkäufen (Verkauf einer Ware oder eines Wertpapiers, das zum Verkaufszeitpunkt noch nicht im Besitz des Verkäufers ist. Sinkt der Preis nach dem Verkauf, verbucht der Verkäufer Gewinne). Über Fremdfinanzierung versucht man mit Hedgefonds eine höhere Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften. Der erste Hedge-Fonds wurde von Alfred Winslow Jones 1949 gegründet.

**Derivate** garantieren das vertragliche Recht, einen Basiswert zu einem fixen Preis zu kaufen oder zu verkaufen. Basiswerte können Wertpapiere, Zinssätze, Devisen oder Handelsgegenstände sein. Damit werden Risiken abgesichert, die sich aus Preisänderungen des Basiswertes ergeben. Konkret kann mit Derivaten auf die Preisentwicklung des Basiswertes spekuliert werden. Von 2003 bis 2008 hatte sich das Volumen von Derivaten auf 55 Billionen Dollar verdreifacht.

**Resecuritisations of real estate mortgage investment conduits (Re-Remic)** bestehen aus Hypotheken aus alten, unverkäuflichen, weil toxischen Wertpapierpaketen. Der Umfang des Re-Remics-Marktes wird aktuell auf 660 Milliarden Dollar geschätzt. Die neuen Produkte enthalten Tranchen, die gegen Verluste bei ihnen zugrunde liegenden Krediten schützen. Damit werden qualitativ bessere Anleihen von Risiko-Papieren getrennt, womit die Chance, dass die gut bewerteten Anleihen ihr Rating behalten, sich erhöht. Dadurch steigt ihr Wert ausreichend, um den Gesamtwert des Hypothekenportfolios zu steigern.



# Der Diener ist wichtiger als der Herr

Angst kann verhindern, aber auch vor zuviel Übermut bewahren. Am Finanzmarkt scheint die Angst der Krisenjahre vergessen – Optimismus ist wieder eingekehrt. Zu viel Optimismus, warnt Teodoro Cocca, Leiter der Abteilung für Asset Management an der Johannes Kepler Universität Linz.



**Unsicher und undurchsichtig:** Geldmultiplikation wird dann riskant, wenn Sicherheiten abnehmen und Kreditketten intransparent werden, sagt Universitätsprofessor Teodoro Cocca.

**ECHO:** Geschätzte 15 Billionen US-Dollar wurden in dieser Krise vernichtet. Können Sie erklären, wie das Handeln mit nicht existenten Geldern schließlich reales Geld vernichten konnte?

**Teodoro Cocca:** Gute Frage, aber sehr schwer zu beantworten. Geld ist immer „nicht-real“, das dürfen wir nicht vergessen. Es ist eigentlich lediglich Papier, auf dem eine Zahl steht. Der Unterschied zu anderem Papier liegt darin, dass es von uns allen in der Form, in der wir es kennen, zur Zahlung von uns allen akzeptiert wird. In anderen Worten: Geld ist Papier, angereichert mit Vertrauen. Was das eigentliche Problem ist, ist die Fähigkeit des Finanzsystems, Geld zu multiplizieren. Ein Beispiel dazu: Wenn ich 1000 Euro bei meiner Bank anlege, dann wird die Bank ca. 900 Euro als Kredit an einen Dritten geben – 100 Euro hält sie als Sicherheit bei sich in der Kasse. Dieser Dritte wird das Geld auf eine andere Bank bringen, welche wiederum 100 einbehält und 800 als Kredit weitergibt. So sind also aus den ursprünglichen 1000 Euro schon 1900 Euro entstanden. Das kann man immer weiter so spielen. Diese Geldmultiplikation ist grundsätzlich nicht schlecht, denn sie ermöglicht Wachstum in der Realwirtschaft. Gefährlich wird sie aber, wenn die einbehaltenen Sicherheiten abnehmen oder die Kreditkette intransparent wird – Stichwort Verschachtelung. Wenn in einer Krisensituation die Angst umgeht, dann wird die Kreditkette wieder rückgängig gemacht. Im Aufschwung wird also so

Geld „geschaffen“ und im Abschwung „zerstört“. Bedenkenswert in diesem Zusammenhang ist, wenn das geschöpfte Geld nicht etwa für reale Investitionen genutzt wird, sondern wieder am Finanzmarkt investiert wird. Denn dann bläht sich in der Tat das irrealen Gebilde des Finanzmarktes gefährlich auf.

**ECHO:** Riskante Finanzprodukte haben wesentlich zum Ausbruch der Finanzkrise beigetragen. Ist hier überhaupt angedacht, reglementierend einzugreifen? Der Tatendrang in dieser Hinsicht scheint doch etwas verpufft zu sein . . .

**Cocca:** Man sollte hier keine zu grossen Illusionen haben – sobald die Anleger wieder Mut gefasst haben, wird die Risikoneigung und die Kreativität in der Entwicklung neuer Produkte überraschend schnell zunehmen.

**ECHO:** Wie sind derzeit gehandelte Werte, wie etwa der Anstieg des Dow Jones Industrial um 60 Prozent – obwohl sich die Situation der darin abgebildeten Unternehmen nicht sonderlich verändert hat – einzuschätzen?

**Cocca:** An der Börse werden Erwartungen gehandelt. Ein Teil der Kurserholung der letzten Monate ist auf die übertriebene Angst vor dem totalen Systemkollaps zurückzuführen. Anfang 2009 war die Angst sehr verbreitet, inzwischen ist sie weg. Ich glaube allerdings, dass die Märkte nun schon wieder etwas zu optimistisch in die Zukunft schauen.

**ECHO:** Für den Normalsterblichen – der seinen Job noch hat – ist die Krise nicht greifbar. Manche spre-

„Die Risikoneigung wird überraschend schnell wieder zunehmen.“

Teodoro Cocca,  
Institut für betriebliche Finanzwirtschaft,  
Johannes Kepler Universität Linz

chen von Panikmache und einer „psychologischen Krise“. Wie sehen Sie das?

**Cocca:** Zum Glück ist es so – in der Tat hat die Intervention der Regierungen und Nationalbanken den Effekt der Krise deutlich abgedämpft. Allerdings deuten die hohen Arbeitslosenzahlen unmissverständlich darauf hin, dass es auch viele sehr direkt Betroffene gibt.

**ECHO:** Wie kam es dazu, dass sich reale Wirtschaft und Finanzwirtschaft so voneinander entkoppelten, dass letztere nicht mehr die Wirklichkeit ersterer widerspiegelt?

**Cocca:** Mehr als die Entkopplung ist wohl die wachsende Dominanz des Finanzsektors über die Realwirtschaft zu erwähnen. Heute ist der Finanzsektor offensichtlich so dominant, dass er das gesamte Wirtschaftssystem bedroht, wenn es ihm schlecht geht. Obwohl die Finanzwelt eigentlich ein Dienstleister für den realen Sektor darstellt, ist der Diener heute wichtiger als sein Herr geworden. Zurückführen lässt sich diese Entwicklung auf die 1990er-Jahre – Stichworte Globalisierung, Verbreitung innovativer Finanzinstrumente, neue Telekommunikationsmedien.

**ECHO:** To big to fail – seit der Krise sind viele Banken durch Zusammenschlüsse noch größer als zuvor und damit auch noch systemrelevanter. Ist das die Botschaft: Keine Bank mehr fallenzulassen, weil ein zweites Lehman Brothers nicht verkraftbar wäre? Bedeutet das nicht ein grenzenloses Moral Hazard?

**Cocca:** Ja, genau so sehe ich das auch. So stabilisierend die Rettungsmaßnahmen auch waren, das Signal für die Zukunft ist desaströs. Denn nun weiß jede Bank, dass sie in Zukunft gerettet werden wird. Wichtig ist nur, dass man als groß und für das System als riskant eingestuft wird – eine Einladung also zum Größenwahn. Sogar die Hypo Alpe Adria, welche nicht zwingend als systemrelevant angesehen werden muss, wurde ja gerettet.

**Interview: Sonja Niederbrunner**



„Es wird viel billiges Geld in den Markt gepumpt und die Inflation ist deutlich bei den Preisen an den Finanzmärkten sichtbar.“

Teodoro Cocca, Institut für betriebliche Finanzwirtschaft,  
Johannes Kepler Universität Linz

„Diese Geldmultiplikation ist grundsätzlich nicht schlecht, denn sie ermöglicht Wachstum in der Realwirtschaft. Gefährlich wird sie aber, wenn die einbehaltenen Sicherheiten abnehmen oder die Kreditkette intransparent wird – Stichwort Verschachtelung.“ Genau das ist im großen Stil passiert. Immobilienkredite in der Höhe von elf Billionen US-Dollar standen schließlich aus – fast so viel wie das gesamte amerikanische Bruttoinlandsprodukt.

Nun kann man sehr wohl die Frage stellen, ob die texanische Fitnesstrainerin mit einem Monatsgehalt von 1100 US-Dollar sich nicht darüber im Klaren war, dass sie den Kredit nie würde zurückzahlen können. Aber in einem Land, in dem jeder Haushalt zwölf Kreditkarten besitzt und benutzt, in dem Leben auf Pump nicht verpönt, sondern zur Norm gehört, wo Kredithaie einem das Geld förmlich nachwerfen, stellte sich nie die Frage nach Finanzierbarkeiten. Der Weg zu Geld stand jedem offen.

**GESTERN GIBT'S NICHT.** Ein Weg, den Alan Greenspan, 18 Jahre lang Chef der amerikanischen Notenbank Federal Reserve (FED), beschritten hatte. Er war es, der immer dann, wenn Börsen oder Finanzmärkte in eine Krise gerieten, frische Dollarnoten nachpumpte. Sei es während des asiatischen Aktiencrashes 1997, in Russland 1998, dem New-Economy-Deal Anfang des neuen Jahrtausends – alles wurde mit frischem Geld wieder auf Kurs gebracht. Ein Nachdenken darüber, dass vielleicht systemimmanente Fehler vorhanden waren, gab es nie. Nachschub, das war die Devise. Viel billiges Geld. Viel im Sinne von Menge und billig im Sinne von dramatisch niedrigen Leitzinsen. Geld zum Zocken, nicht für Sicherheiten. Geld zum Gewinnen. Und wenn die Gewinne steigen, wiegen Risiken nicht mehr viel. Vorsicht detto. „Das spezielle Phänomen der Finanzkrise war das hohe Leverage – viel Fremd- und wenig Eigenkapital – welches von den Banken selber aufgebaut wurde“, fasst Cocca zusammen.

Die Geschäfte mit Geld unterlagen praktisch kaum mehr Kontrollen – die nahezu deregulierten Märkte hatten sich verselbständigt. Und Politik sowie Finanzwelt mussten ohnmächtig zusehen, wie die Selbstregulierung der Märkte, eine These, die man sich jahrelang auf die Fahnen geheftet hatte, widerlegt wurde. Das war gestern.

Heute ist wieder alles anders. Goldman Sachs meldete für das vergangene Quartal einen Gewinn von 3,2 Milliarden Dollar, auch JPMorgan Chase verbucht 3,6 Milliarden Dollar Plus. Milliarden wurden in Konjunkturprogramme und Märkte gepumpt, die Notepressen laufen heiß. 2002 waren Euro-Geldscheine im Wert von 225 Milliarden im Umlauf, 2009 waren es Noten im Wert von 773 Milliarden. „Es wird sicher billiges Geld in den Markt gepumpt und die Inflation ist auch schon deutlich sichtbar“, sagt Cocca. „Zwar

nicht über den klassischen Weg der Preiserhöhung bei Gütern, aber ganz offensichtlich bei den Preisen an den Finanzmärkten. Das ist wohl das neue Phänomen. Es ist aber mindestens gleich bedrohlich wie klassische Inflationsphänomene.“

Die Frage sei nicht, ob die aktuelle Spekulationsblase, die sich bereits wieder gebildet hat, platzt, sondern wann, sagt der Ökonom Kenneth Rogoff. „Es wäre auch möglich, dass die hohen Erwartungen wirklich erfüllt werden, dann würde die Blase nicht platzen“, überlegt Cocca. Aber die Wahrscheinlichkeit dafür sei eher gering, sagt er schließlich. „Ich glaube, dass die Finanzmärkte steigen, weil sehr viel Liquidität investiert werden muss. Diese liquiditätsgetriebene Blase wird platzen, wenn die Liquidität abgezogen wird.“ Und das dürfte lediglich eine Frage der Zeit sein.

**Sonja Niederbrunner**