

## 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

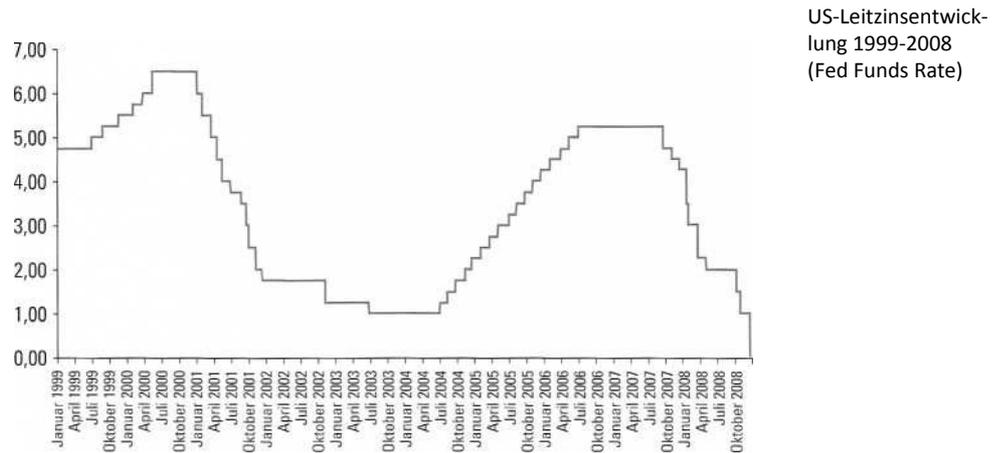
- 5 starke Fokussierung geldpolitischer Entscheidungen der US-Notenbank steigende Inflationsraten einerseits und Rezessions- bzw. Deflationsgefahren andererseits lässt sich in den vergangenen zwei Jahrzehnten sehr gut regelmäßig beobachten.
- '87 und 1988: die FED hebt die Leitzinsen deutlich an mit 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-Notenbank 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



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**<sup>1</sup> 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.

<sup>1</sup> *Entwicklungsland, das sich durch seinen technischen Fortschritt dem Stand eines Industriestaates nähert.*

### 1.2.2 Der wirtschaftliche Kbschwung irr den fahren 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-Binnen-nachfrage** 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**<sup>2</sup> 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, das 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

<sup>2</sup> der Zinssatz zu dem sich Geschäftsbanken bei den Zentralbanken refinanzieren können: úroková sazba, Bankovní rada ČNB na svém dnešním jednání rozhodla ponechat *úrokové sazby* na stávající úrovni.

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)**<sup>3</sup> 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 Kreditversi-  
cherung

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 vergebener

Kredite vornehmen. In einfachen Worten stellen CDS daher eine **Kredit-ausfallversicherung** dar: Der Swap-Partner der Bank verspricht dieser, im Falle von Zahlungsausfällen auf Seiten der Schuldner selbst für die Zahlungen **einzustehen**<sup>4</sup>. Die Bank zahlt für dieses Versprechen eine **Prämie**<sup>5</sup> an den Kontrahenten. Im Gegensatz zu herkömmlichen Versicherungen, die im Regelfall durch Gesetze, spezielle Kapitalunterlegungs- sowie -anlagevorschriften und Aufsichtsbehörden stark reglementiert sind, konnten Swaps lange Jahre vollkommen unkontrolliert und auf Basis des allgemeinen Vertragsrechtes frei zwischen zwei Marktteilnehmern ausgehandelt werden. In Anbetracht der phasenweise im Raum stehenden Größenordnungen – man mutet heute, dass über Swaps in Spitzenzeiten ein weltweites Kreditvolumen von rund 60 Billionen US-Dollar (!) »versichert« war - ein Zustand, der durch die Regierungen und Aufsichtsbehörden der westlichen Industrienationen wohl unter keinen Umständen hätte geduldet werden dürfen. Das zeigt auch das Beispiel der American International Group (AIG), die unter der Last einer schier unglaublichen Zahl an abgeschlossenen Kreditversicherungsverträgen (auf US-Hypothekenkredite) im Jahr 2008 beinahe zusammengebrochen wäre und durch die US-Regierung mit über 180 Mrd. US-Dollar **gestützt** werden musste.

<sup>4</sup> *sich verbürgen, garantieren, Gewähr leisten, eintreten*

<sup>5</sup> *Beitrag, den ein Versicherter für einen bestimmten Versicherungsschutz zahlt: pojistné*