

WENN BLASEN PLATZEN DIE KRISE AM US-HYPOTHEKENMARKT UND IHRE INTERNATIONALEN AUSWIRKUNGEN (TEIL I)

Von Sahra Wagenknecht

»...daß eine Anhäufung, eine Überreichlichkeit von Leihkapital stattfinden kann, die nur insofern mit der produktiven Akkumulation zusammenhängt, als sie im umgekehrten Verhältnis dazu steht.«

»Andererseits aber kompliziert sich teils durch einfache Wechselreiterei, teils durch Warengeschäfte zum Zweck der bloßen Wechselfabrikation der ganze Prozeß so sehr, daß der Schein eines sehr soliden Geschäfts und flotter Rückflüsse noch ruhig fortexistieren kann, nachdem die Rückflüsse in der Tat schon längst nur noch auf Kosten teils geprellter Geldverleiher, teils geprellter Produzenten gemacht worden sind. Daher scheint immer das Geschäft fast übertrieben gesund gerade unmittelbar vor dem Krach.«

Karl Marx, »Das Kapital«, 3. Band

Es lief alles so gut. Noch im Frühjahr badeten die großen Geldhäuser im warmen Dollarregen. Josef Ackermann setzte sein unangenehmstes Lächeln auf und präsentierte für die Deutsche Bank das »beste Quartal der Unternehmensgeschichte«: Der Gewinn war erneut um 30 Prozent nach oben geschossen, die Eigenkapitalrendite lag bei satten 41 Prozent. Dieses Glanzergebnis verdankte das Institut in erster Linie seinen Investmentbankern, die drei Viertel des Vorsteuerertrags des Konzerns erwirtschafteten. Die sprudelnden Erträge flossen also zum überwiegenden Teil nicht aus dem klassischen Kreditgeschäft, sondern aus dem Spiel mit Aktien, Schuldverschreibungen und Derivaten sowie aus der Begleitung und Beratung von Unternehmensübernahmen. Insbesondere letztere boomten wie nie zuvor und fluteten die Kassen der Investmenthäuser mit leicht verdienten Provisionseinnahmen.

Im ersten Halbjahr 2007 war das Volumen der Firmenaufkäufe weltweit auf die einsame Rekordsumme von 2,7 Billionen Dollar geklettert. Angetrieben wurde dieser Prozeß nicht zuletzt von sogenannten Private-Equity-Firmen, deren Geschäftsidee darin besteht, halbwegs gesunde und ertragsstarke Unternehmen kreditfinanziert aufzukaufen, ihnen die Schulden für den Kauf in die Bilanzen zu drücken, alles Verwertbare rauszuholen und sie anschließend mit halbierten Belegschaft und hoher Schuldenlast an den nächsten Glücksritter weiterzureichen. Für den Private-Equity-Hai lohnt sich das Geschäft sogar dann, wenn von dem Unternehmen am Ende nur eine überschuldete Konkursmasse übrigbleibt. Denn das eingesetzte Kapital plus Rendite holt er sich über Sonderausschüttungen, für die dem Unternehmen weitere Schulden aufgebremst werden, in der Regel bereits nach kurzer Zeit zurück. Leveraged Buyout (LBO) ist der offizielle Name für solcherart kreditfinanzierte Raubzüge. Leidtragende sind natürlich die Beschäftigten, aber auch die Allgemeinheit, denn ein Teil der lukrativen Rendite stammt aus Steuervorteilen, die die Finanzinvestoren im Vergleich zu normalen Unternehmen genießen, und die durch geschicktes Steuerdumping ausgebaut werden.

Ende der Hausse

Allein im ersten Halbjahr 2007 wurden Unternehmen im Wert von 644 Milliarden Dollar auf diese Weise aufgekauft, soviel wie im ganzen Jahr 2006 und das Doppelte des Jahreswertes von 2005. Und die Banken standen Schlange, um das Treiben der Private-Equity-Häuser mit billigem Kreditgeld – immerhin werden in der Regel 80 Prozent des Kaufpreises über Kredit finanziert – am Laufen zu halten. Die übernommenen Unternehmen wurden immer größer, die Preise immer exklusiver. Einer der spektakulärsten Coups war die Übernahme des 80-Prozent-Anteils am Autokonzern Chrysler durch den US-Finanzinvestor Cerberus für zwölf Milliarden Dollar. Bereits unterschrieben waren Kaufverträge in der Größenordnung von je fast 50 Milliarden Dollar für den Energieversorger TXU, den kanadischen Telefonkonzern Bell Canada oder den Kreditkartenabwickler First Data.

Aber plötzlich geht nichts mehr. Selbst bereits abgemachte Deals wie die genannten oder der Kauf der US-Getränksparte von Cadbury Schweppes für acht Milliarden Pfund durch ein Konsortium von Private-Equity-Gesellschaften liegen erst mal auf Eis. Neue Großprojekte werden kaum noch eingefädelt. Sogar der Chrysler-Kauf stand zwischenzeitlich auf der Kippe, weil die Finanziere kalte Füße bekamen. Cerberus mußte eine Kreditlinie des Verkäufers Daimler in Anspruch nehmen, mit den Banken nachverhandeln und deutlich tiefer in die eigene Tasche greifen. Weit und breit keine Bank mehr, die sich darum drängt, immer gewagtere Freßzüge der Heuschrecken mit billigem Geld zu alimentieren. Im Gegenteil, neuerdings horten die Geldhäuser jeden Dollar, den sie greifen können. Selbst an Banken wird Bares nur noch ungerne und mit erhöhtem Zinsaufschlag weitergegeben. Letzteres hat die Zentralbanken nun schon mehrfach auf den Plan gerufen, die den Geldmarkt mit milliardenschweren Liquiditätsspritzen wieder zu verflüssigen suchen. Mit schwachem Erfolg. Nicht zu vergessen: Auch der Aktienmarkt hat seine Hausse beendet, schwankt stark und geht im Trend nach unten. Insbesondere Bankaktien werfen die Anleger vorsichtshalber schon mal aus dem Portefeuille.

Alptraum Eigenheim

Unmittelbarer Auslöser dieses ganzen Ungemachs ist ein Ereignis, das auf den ersten Blick gar nichts mit dem globalen Handel von Unternehmen und Unternehmensteilen zu tun hat: die Krise am US-Hypothekenmarkt. Daß es im Geschäft mit amerikanischen Baudarlehen kriselt, wurde spätestens im April augenscheinlich, als einer der größten Arrangeure von Subprime-Hypotheken in den USA, das Unternehmen New Century, Konkurs anmelden mußte. Anfang August folgte der zehntgrößte US-Hypothekenfinanzierer American Home Mortgage Investment. Seither hat jeder Nachrichtenzuschauer weltweit ein neues Wort gelernt: Subprime-Kredite.

Mit diesem eleganten Terminus werden Kredite umschrieben, die an Familien vergeben werden, deren Einkommensverhältnisse von vornherein ahnen lassen, daß sie die Zins- und Tilgungslasten nicht schultern können. Da diese Familien in der Regel auch keine Ersparnisse haben, wird das Eigenheim meist zu 100 Prozent finanziert. Die Zinsen sind oft am Anfang niedrig und ziehen erst später an, um das Angebot attraktiv erscheinen zu lassen. Wer würde schon einen Kredit aufnehmen, dessen Zins und Tilgung bereits im ersten Monat das Anderthalbfache des Einkommens beträgt? So droht das dicke Ende, das den Traum vom Eigenheim in einen Alptraum verwandelt, meist erst nach einigen Monaten oder sogar Jahren. Insgesamt wurden in den letzten Jahren in den USA Subprime-Hypotheken im Gesamtwert von 1,5 Billionen Dollar vergeben. Dem Wert nach ein Viertel aller vermittelten Hypotheken ging 2006 an Kreditnehmer mit ungesichertem oder schlicht zu niedrigem Einkommen.

Dabei gerieten schon in jenem Jahr trotz robuster Konjunktur immer mehr amerikanische Hausbesitzer in Zahlungsschwierigkeiten. Jeder fünfte Inhaber einer Subprime-Hypothek war im

Februar 2007 in Zahlungsverzug. Mittlerweile werden monatlich doppelt so viele Häuser zwangsversteigert wie noch vor einem Jahr. Nach offiziellen Zahlen werden die Kredite von etwa zwei Millionen US-amerikanischen Hauseigentümern als gefährdet angesehen. Mindestens 500000 von ihnen droht in naher Zukunft der Verlust des Hauses.

Auch Bushs vor kurzem gönnerisch aufgelegter Plan, umgeschuldete Hypothekenkredite unter bestimmten Bedingungen staatlich zu versichern, hilft den meisten Betroffenen wenig. Denn in den Genuß einer solchen Rückversicherung kommt nur, wer in den letzten sechs Monaten tadellos seinen Zahlungsverpflichtungen nachgekommen ist, mindestens drei Prozent Eigenkapital besitzt und regelmäßiges Einkommen nachweisen kann. Gerade diejenigen, denen das Wasser bis zum Hals steht, fallen damit durchs Raster.

Und dazu gehören weit mehr als die eigentlichen Subprime-Kreditnehmer. Die Ratingagentur Moody's äußerte inzwischen ebenfalls Zweifel an der Werthaltigkeit sogenannter Alt-A-Hypotheken, der nächsthöheren Kreditklasse im Vergleich zu Subprimes. Da immer mehr variabel verzinsten Hypotheken vergeben wurden, ist die Kreditbelastung der Haushalte über die Jahre kontinuierlich angewachsen. Immerhin hat die US-Notenbank Federal Reserve die Zinsen seit 2004 von ein Prozent schrittweise auf über fünf Prozent hochgeschleust. In geradezu perfider Weise hatte der damalige US-Notenbankchef Alan Greenspan übrigens vor Beginn dieses Erhöhungszyklus die Werbetrommel für variabel verzinsliche Hypotheken gerührt, die das gesamte Zinsrisiko dem Hausbesitzer aufladen. »Die amerikanischen Konsumenten würden davon profitieren«, hatte Greenspan geblöht, »wenn Kreditgeber mehr Alternativen zu traditionellen festverzinslichen Hypotheken anböten. Diese traditionellen festverzinslichen Hypotheken scheinen eine teure Methode für den Kauf eines Hauses zu sein.« Nun ja, die Profiteure des Hypotheken-Hype werden es ihm gedankt haben. Denn ohne den Schein vermeintlich billiger Darlehen, deren tatsächliche Kosten sich erst später herausstellten, wäre der ganze Spuk am US-Immobilienmarkt sicher schon vor zwei oder drei Jahren vorbei gewesen.

Globale Subprime-Krise

Die wachsende Zahl an Zwangsversteigerungen als solche hätte den Hypothekenmarkt allerdings nicht in die Krise getrieben. Denn solange dank steigender Immobilienpreise der Notverkauf des Hauses den Gegenwert des Darlehens plus Rendite wieder einzuspielen verspricht, bleibt das Geschäft attraktiv genug, um das Rad immer weiter zu drehen. Selbstredend interessiert keinen Investor, ob die betreffenden Familien am Ende noch ärmer und verzweifelter dastehen als vor ihrem Ausflug in die Welt der Eigenheimbesitzer. Was die Geldgeber interessiert, ist, mit welcher erwartbaren Verzinsung ihr Kapital zurückfließt. Ein Mann namens Kal El-Sayed, der neun Jahre lang für den Subprime-Finanzierer New Century gearbeitet und vielleicht einigen tausend Familien die am Ende unbezahlbaren Baudarlehen angedreht hat, brüstete sich noch im März 2007, einen Monat vor dem Konkurs des Unternehmens, in der New York Times: »Wir konnten gar nicht glauben, wieviel Geld wir gemacht haben. Und wir mußten nichts dafür tun. Nur erscheinen.«

Erst, als die Schwächezeichen am US-Immobilienmarkt nicht mehr übersehbar waren und wegen erwartbar fallender Häuserpreise die Refinanzierung der immer teureren Hypotheken über den Hausverkauf nicht mehr gesichert schien, war die Party zu Ende. Seither kriecht das Gespenst der Subprime-Krise um die Welt, verdirbt Finanzinstituten unterschiedlichster Couleur die Bilanzen und bricht auch schon mal dem einen oder anderen unsanft das Genick. Noch im Juni mußte die US-Investmentbank Bear Stearns öffentlich eingestehen, wegen gewaltiger Verluste im Handel mit subprime-basierten Kreditderivaten zwei Hedge-Fonds schließen zu müssen. Damit hatte die

Hypothekenkrise die Wall Street erreicht. Von da aus ging es quer über den Globus. Ob IKB Bank und Sachsen LB in Deutschland, BNP Paribas in Frankreich, die Hedge Fonds Caliber Global Investment und Queen's Walk in London, der australische Basis Yield Alpha Fund oder die Bank of China, überall tauchen unversehens rote Zahlen auf, die in einigen Fällen zum Konkurs, in anderen zum Verkauf oder zu massiven Stützungsaktionen führten. Und alle Beobachter sind sich einig, daß die bisher verbuchten Verluste allenfalls die Spitze eines Eisbergs sind. Die US-Börsenaufsicht SEC hat bereits angekündigt, die Bilanzen der großen Investmentbanken genauer zu prüfen, da bisher auffällig wenige Wallstreet-Häuser Verluste ausgewiesen haben.

Spielgeld für Hedge-Fonds

Wie kommt es, daß sich Zahlungsschwierigkeiten US-amerikanischer Häuslebauer in Windeseile zur globalen Finanzkrise auswachsen können? Tatsächlich wäre ein solcher Vorgang noch vor zwanzig Jahren undenkbar gewesen. Er wurde möglich durch die nahezu vollständige Deregulierung der legal handelbaren Finanzkonstrukte und die gänzliche Liberalisierung der globalen Finanzströme. Der klassische Kreditmechanismus bestand bekanntlich darin, daß eine Bank die auf der Passivseite ihrer Bilanz verbuchten Spareinlagen an bestimmte Kreditnehmer– also Unternehmen oder eben auch Hausbesitzer– weitergab und aus der Differenz zwischen Einlagen- und Kreditzins ihren Gewinn zog. Da Bankkredite aufgrund gesetzlicher Bestimmungen mit einem gewissen Volumen an Eigenkapital unterlegt sein müssen und außerdem ein Teil der Einlagen als Mindestreserve auf einem Konto bei der Zentralbank verbleiben muß, hatte die Kreditgewährung in diesem Rahmen klare Grenzen. Außerdem trug die kreditgebende Bank das volle Ausfallrisiko, hatte daher auch ein großes Interesse, ihr Geld nur an zahlungsfähige Kreditnehmer weiterzugeben. Aus beiden Gründen wäre eine Kreditexplosion, wie wir sie in den letzten Jahren erlebt haben, unmöglich gewesen.

Aber das war gestern. Heute sind gerade die großen Banken bestrebt, nur als Arrangeure der Kredite zu fungieren und die Risikopositionen möglichst schnell weiterzuverkaufen. Zu den gefeierten Finanzinnovationen, die genau das ermöglichen, gehören sogenannte Asset Backed Securities (ABS), also verbriefte Kreditpakete, die durch einen wirklichen oder vermeintlichen Vermögenswert (asset) gesichert sind. Eine Untergruppe davon sind die Residential Mortgage Backed Securities (RMBS). In letzteren werden Hausdarlehen unterschiedlicher Risikoklassen zu einem Bündel zusammengeschnürt. Wie der Käufer einer Aktie Anspruch auf einen Anteil am Unternehmensgewinn erhält, so erwirbt der Inhaber solcher Schuldverschreibungen Anspruch auf einen Anteil an den Zins- und Tilgungszahlungen. Der Fundamentalwert eines solchen Papiers richtet sich also nach den erwarteten Erträgen, die wiederum nicht nur von der Höhe der gebündelten Darlehen und dem Zinssatz abhängen, sondern auch von dem Prozentsatz fauler Kredite, die im Pool versteckt sind. Letzteren kennt keiner genau, und darin liegt das Risiko.

Der Trick besteht nun darin, diese Papiere in mehreren Tranchen, meistens drei, am Markt zu plazieren, wobei diese Tranchen Zahlungsausfälle in unterschiedlicher Weise auffangen. Die untere Tranche ist die risikoreichste, die nur mit einem hohen Risikoabschlag verkäuflich ist. Werden am Ende doch weniger Kredite faul als angenommen, verhelfen diese Tranchen ihrem Käufer zu einer überproportionalen Rendite. Sie sind daher ideales Spielgeld für Hedge-Fonds, deren Eigenheit ja gerade darin besteht, aus hochriskanten Anlagen überproportionale Renditen zu schlagen. Die zweite Tranche, mezzanine genannt, scheint schon weniger risikoreich, denn sie wird von Zahlungsausfällen nur betroffen, sofern diese ein gewisses Ausmaß übersteigen. Die obere Tranche schließlich gaukelt Sicherheit vor, obwohl das Kreditpaket in der Regel hochriskante Darlehen enthält. Aber da die Erträge der oberen Tranche von Ausfällen nur betroffen werden, wenn diese eine im historischen Vergleich ungewöhnliche Größenordnung erreichen, wurde diese Tranche von den Ratingagenturen mit der Höchstnote »AAA« bewertet. Sie wurde damit

faktisch als ebenso sicher eingestuft wie Bonds (verzinsliche Wertpapiere) von General Motors oder Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland.

Vorgegaukelte Sicherheit

Mit der Konstruktion der RMBS war allerdings der Wildwuchs an fiktivem Kapital, der hier wucherte, noch nicht zu Ende. Der nächste Schritt bestand darin, je etwa hundert verbrieft Hypothekenbündel selbst wieder zu einem Päckchen zusammenzuschneiden. Solche Päckchen sind die Collateralised Debt Obligations (CDO), die nach dem gleichen Muster an den Markt gebracht wurden. Auch hier gibt es verschiedene Tranchen, die verschiedene Risikoklassen repräsentieren. Diese Vehikel werden außerbörslich gehandelt und wurden von Europa über China bis Australien als überproportionaler Renditebringer mit scheinbar niedrigem Risiko und attraktives Spekulationsobjekt von Bank Conduits, Hedge-Fonds, aber auch Versicherungen und Pensionsfonds mit Euphorie gekauft.

Der Trick mit der doppelten Verbriefung und den verschiedenen Tranchen erlaubte es also, hochriskante Kredite in eine scheinbar sichere Anlageform zu transformieren. Und weil sie als sicher galten, war die Nachfrage groß, wobei der Verkauf den arrangierenden Banken den Spielraum zur Vergabe immer neuer Kredite ohne eigenes Risiko eröffnete.

Inzwischen ist klar, daß die Ratings der CDO's ebenso verlogen waren wie einst die von Enron, Worldcom oder Parmalat, die ebenfalls bis kurz vor ihrem bitteren Ende Bestnoten erhalten hatten. Da Ratingagenturen eben nicht externe Beobachter, sondern satte Mitverdiener des Verbriefungshandels und -schwindels waren, sollte darüber auch niemand wirklich überrascht sein. Im Grunde war klar, daß die den Ratings zugrunde liegenden langfristigen Erfahrungswerte über Zahlungsausfälle bei Hypotheken schon deshalb nicht aussagekräftig sein konnten, weil es derart laxen Standards bei der Kreditvergabe und einen derartigen Turmbau ausstehender Hypotheken mit zudem tendenziell steigendem Zinssatz tatsächlich nie zuvor gegeben hat. Die Crux der ganzen Entwicklung besteht also darin, daß just diese Finanzinstrumente, die durch vorgegaukelte Sicherheit ein boomendes Segment von Hochrisiko-Baudarlehen überhaupt erst möglich gemacht haben, eben damit die Grundlagen zerstörten, auf denen ihre eigene Bewertung beruhte.

Natürlich konnte das jeder vorher wissen. Aber solange das Geld in Strömen floß und sich Kreditvermittler, Banken, Ratingagenturen, Hedge-Fonds und sonstige Investoren am Aufblähen der Kreditblase eine goldene Nase verdienten, solange gab es eben nur ein Interesse: Das Rad, koste es, was es wolle, am Laufen zu halten. Allein im Jahr 2006 wurden noch einmal Hypotheken im Gesamtwert von 2,5 Billionen Dollar an den Mann beziehungsweise die Frau gebracht. Verbrieft wurden Hypotheken im Wert von 1,9 Billionen Dollar, etwa ein Viertel davon mit Subprime-Status. Diese Unsummen lassen den Umfang an Vermittlungs- und Beratungsgebühren ahnen, die die diversen Akteure dabei in die eigenen Taschen schaufeln konnten. Nicht zu reden von den Gewinnen aus dem spekulativen Kauf und Weiterverkauf solcher Papiere. Die zehn größten Hypothekenfirmen in den USA wußten schon, warum sie in den letzten Jahren etwa 185 Millionen Dollar in die Lobbyarbeit investierten, damit bloß nicht eine stärkere politische Regulierung der Kreditstandards ihnen das flotte Geldeinstreichen verdürbe.

WUCHERENDE FÄULNIS DIE KRISE AM US-HYPOTHEKENMARKT UND IHRE INTERNATIONALEN AUSWIRKUNGEN (TEIL II UND SCHLUSS)

Von Sahra Wagenknecht

Die US-Investmentbanken waren keineswegs die einzigen, die ein Interesse daran hatten, daß das Geschäft mit der Verschuldung der amerikanischen Haushalte möglichst lange weiterlaufen konnte. Vielmehr war die exorbitante Aufblähung der privaten Verschuldung seit mindestens einem Jahrzehnt die Lebensader, die die amerikanische und in gewisser Hinsicht sogar die Weltökonomie auf Touren hielt. Ein altes Grundproblem des Kapitalismus besteht bekanntlich darin, daß die Profite einerseits umso höher sind, je weniger Zugriff die Arbeitenden auf den von ihnen produzierten Reichtum haben, daß sich andererseits aber deren Ausbeutung nicht auszahlt, wenn die Produkte am Ende keinen Käufer finden.

Es gab historisch verschiedene Versuche, diesem urkapitalistischen Dilemma zu entkommen. Ein zeitweise möglicher Ausweg ist der keynesianische, mittels staatlicher Kreditaufnahme zusätzliche Nachfrage zu schaffen, die – im Unterschied zu steigenden Löhnen – für das Kapital nicht gleichzeitig als Kostenfaktor zu Buche schlägt. Wird dieser Weg allerdings zu forsch beschritten, steigen längerfristig meist die Zinsen, was produktive Investitionen auch nicht eben ermutigt. Eine andere Variante ist der Weg der Bundesrepublik Deutschland, über rüdes Lohn- und Steuerdumping den Binnenkonsum weitgehend abzuschneiden, auf diese Weise jedoch international gut dazustehen und seinen Absatz durch Unterbieten der Konkurrenten in anderen Teilen der Welt zu finden.

Das US-amerikanische Wachstumsmodell der letzten Jahre wiederum ist eine dritte Variante wenn zwar nicht zur Auflösung, so doch zum Hinausschieben des kapitalistischen Akkumulationsproblems. Passend zum neuzeitlichen Privatisierungstrend handelt es sich faktisch um eine Art Privat-Keynesianismus: Nicht der Staat nimmt rote Zahlen in Kauf, um der Wirtschaft mehr Absatz zu verschaffen (obwohl auch das unter Bush wieder stattfindet, besonders im Rüstungssektor), sondern die große Mehrheit der Bevölkerung halst sich privat einen wachsenden Berg Schulden auf, um einen Konsum zu finanzieren, der auf Grundlage ihrer Löhne und Gehälter nicht möglich gewesen wäre.

Wachstum auf Pump

Tatsächlich lag der reale Stundenlohn in der privaten US-Wirtschaft, wenn höheres Management und leitende Tätigkeiten herausgerechnet werden, im Dezember 2000 mehr als fünf Prozent unter dem des Jahres 1979 (Robert Brenner, *The Boom and the Bubble*). Das mediane Familieneinkommen war in den Neunzigern und auch nach der Jahrtausendwende trotz angeblichen Wirtschaftsbooms kaum gestiegen. Für die unteren 20 Prozent der Familien ging es weiter zurück.

Der Konsum dagegen wuchs in stattlichen Raten und hielt so die gesamte Wirtschaft auf Trab. Verantwortlich dafür war einerseits ein exzessiver Luxuskonsum der US-amerikanischen Oberschicht, die von jahrelanger politischer Umverteilung, großzügigen Steuergeschenken und natürlich vom Börsen- und Kreditboom profitierte. Zweite Triebkraft war das durch leichte Hypothe-

ken, lange Zeit niedrige Zinsen und scheinbar endlos steigende Immobilienpreise angeheizte Wachstum im Baubereich. Drittens aber wurden die Hypotheken eben nicht nur und nicht einmal hauptsächlich zur Finanzierung von Hauskäufen verwandt. Sie dienten gleichermaßen zur Umschuldung von Außenständen bei Kreditkarten und anderen Konsumentenkrediten oder schlicht zur ergänzenden Finanzierung des Lebensunterhalts. So wurde oft genug die vorhandene Hypothek aufgestockt oder sogar das vorher schuldenfreie Haus nur zu dem Zweck beliehen, Geld für Konsumzwecke flüssigzumachen.

Die Lockangebote und scheinbar billigen Baukredite verführten also nicht nur Familien, die es sich eigentlich gar nicht leisten konnten, zum Hauskauf beziehungsweise zum Kauf eines zu teuren Hauses. Sie animierten vor allem zur immer höheren Beleihung bereits vorhandener Immobilien, scheinbar abgesichert durch deren virtuell wachsenden Marktwert. Graphik 1 zeigt die Entwicklung der jährlich neu aufgenommenen Hypothekendarlehen (abzüglich Tilgung) und der Bauinvestitionen privater Haushalte, jeweils im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen. Man sieht, daß sich beide Größen lange Zeit parallel entwickelt haben, was einfach nur bedeutet, daß Hypotheken eben zur Finanzierung von Hauskäufen verwandt wurden. Mitte der neunziger Jahre dagegen begann der Wert der neuen Hypotheken zu explodieren, während für den tatsächlichen Kauf neuer Häuser geringere Teile des Einkommens verausgabt wurden als in den späten siebziger Jahren.

Immer neue Schulden

Dabei sind Hypotheken keineswegs die einzigen Schulden, die den US-Haushalten das Einkommen wegfressen. Auch andere Arten von Konsumentenkrediten sind üppig vergeben worden, und auch da gibt es erste Zeichen, daß der mit Zins und Tilgung abgemolkene Verbraucher irgendwann einfach keine Milch mehr geben kann. So ist die Zahl der Kreditkartenausfälle in den ersten fünf Monaten dieses Jahres um etwa 30 Prozent angestiegen. »Es ist sichtbar geworden«, sorgte sich das Handelsblatt vor einer Woche, »daß die Erosion in der Kreditqualität sich von Immobilien auf andere Bereiche ausweitet wie Autos und Kreditkarten«. Auch Autofinanzierungen und Kreditkartenschulden wurden übrigens in Schuldverschreibungen verpackt und in die weite Welt verkauft.

Was die US-amerikanischen Mittelschichten mit den immer neuen Schulden finanzierten, waren tatsächlich nur selten Luxusgüter. Es waren vielmehr in der Mehrzahl banale Dinge wie Krankenhausrechnungen oder Schulgebühren. Oft war überhaupt nur über den Weg steigender Verschuldung der gewohnte Lebensstandard aufrechtzuerhalten, weil Preise für elementare Dienste weit schneller stiegen als das Einkommen. Viel schneller auch, als der offizielle Verbraucherpreisindex ausweist. Wieviel die US-Haushalte verschiedener Einkommensgruppen für welche Arten von Konsum ausgegeben haben, läßt sich an Statistiken wie dem jährlich erhobenen Consumption Expenditure Survey (CEX) ablesen. Da beim CEX, wie bei den meisten derartigen Panels, die wirklich Reichen ausgeklammert bleiben, vermitteln die Daten ein relativ gutes Bild von den Konsumgewohnheiten der Mittelschicht und der ärmeren Haushalte.

Wenn vom Luxusrausch der amerikanischen Konsumenten gesprochen wird, werden unter dieser Rubrik normalerweise Ausgaben für neue Autos, teure Kleidung, Schmuck, Funparks, Reisen, Unterhaltungselektronik oder Urlaubswohnungen verstanden. Summiert man eben diese Ausgabenarten nach den CEX-Daten und berechnet ihren Anteil am verfügbaren Einkommen, ergibt sich allerdings kein steigender, sondern seit den achtziger Jahren ein fallender Trend. Graphik 2 zeigt den Verlauf dieser Ausgabenkurve für das dritte, vierte und obere Fünftel der vom CEX erfaßten Haushalte – also die eigentlichen Mittelschichten – und für den Durchschnitt. Von überzogenem

Hang zum Luxus kann offensichtlich keine Rede sein. Deutlich gestiegen, auch das zeigt der CEX, sind im Gegensatz zu den Luxus Kategorien vielmehr die Ausgaben für Gesundheit und Bildung und alles rund ums eigene Haus.

Ohne die aufgeblähte Kreditblase wäre das Wachstum der US-Wirtschaft zweifellos längst zum Erliegen gekommen. Aber auch durch beispiellose Konsumentenverschuldung lassen sich die Akkumulationsnöte der Profitwirtschaft eben nur überbrücken und nicht lösen. Irgendwann ist das Limit erreicht, jenseits dessen Verschuldung nicht mehr wachsen kann. Und dann verkehrt sich die Dynamik ins Gegenteil, weil nicht nur schlechte Löhne, sondern zusätzlich enorme Zins- und Tilgungslasten die Konsumkraft strangulieren.

Der Markt für Kreditverbriefungen hat wesentlich dazu beigetragen, dieses Ende hinauszuschieben. Inzwischen scheint es trotz allem erreicht zu sein. Die Ratingagentur Fitch registriert, daß US-Verbraucher zur Zeit mehr Kartenkredit in Anspruch nehmen, obwohl sie bereits weniger ausgeben. Der einfache Grund ist: Sie finanzieren ihre Kredite mit neuen Krediten, etwa um bei der Rückzahlung der Hypotheken nicht in Rückstand zu kommen. Durchschnittsverdiener hätten einfach nicht mehr genug Geld, um Hypotheken zu bedienen sowie all die steigenden Kosten für Gesundheitsvorsorge, Benzin, Kindergärten und Nahrungsmittel, sagte die Harvard-Professorin Elizabeth Warren der Chicago Tribune. Das Abgleiten der US-Wirtschaft in eine harsche Rezession scheint so mehr als nur wahrscheinlich. Bereits im August ist die offizielle Zahl der Beschäftigten zum ersten Mal seit Jahren wieder gesunken. Eine Rezession in den USA wiederum ginge auch an keinem anderen Teil der Welt ohne Spuren vorbei.

Firmen ohne Eigenkapital

Die dunklen Wolken, die sich im Zusammenhang mit den schuldengebeutelten US-Konsumenten zusammenschieben, sind allerdings nicht die einzigen Vorbote eines drohenden Gewitters. Der in den letzten Jahren aufgeblasene globale Kreditballon hat noch eine weitere Dimension. Bekanntlich hat die Hypothekenkrise auch den Private-Equity-Geiern gründlich das Geschäft vermasselt, obgleich diese mit US-Baudarlehen eigentlich nichts zu schaffen hatten. Der Grund liegt darin, daß es zwischen den immer lässigeren Standards bei der Hypothekengabe in den USA und den Krediten, die die Private-Equity-Gesellschaften den übernommenen Unternehmen aufgebürdet haben, eine unmittelbare Parallele gibt: So, wie Familien mit Zins- und Tilgungszahlungen belastet wurden, die erwartbar ihr laufendes Einkommen übersteigen, standen die durch den Aufkauf produzierten Schulden immer weniger im Verhältnis zu den Einnahmen des betreffenden Unternehmens.

Sind europäische Firmen im Schnitt mit etwa dem Dreieinhalbfachen des operativen Ergebnisses (Ebitda) verschuldet, liegt dieser Wert bei Unternehmen, die von Heuschrecken aufgekauft wurden, beim Sechsfachen. In nicht wenigen Fällen haben sie sechs bis zwölf Monate nach dem Buyout faktisch kein Eigenkapital mehr. Daß die Banken die benötigten Kreditsummen dennoch bereitwillig und zinsgünstig zur Verfügung stellten, lag ausschließlich daran, daß auch diese Forderungen unmittelbar nach Abschluß der Transaktion in Päckchen zusammengeschnürt, verbrieft und auf den Markt geworfen wurden. Wie bei den mit Hypotheken besicherten CDO's (Collateralised Debt Obligations – außerbörslich gehandelte Hypothekenschnürchen, siehe Teil I, d. Red.) zogen die Banken ihren Gewinn auch hier aus Gebühren und Provisionen, die mit wachsendem Kreditvolumen immer weiter nach oben getrieben werden konnten.

»Man interessiert sich nicht mehr dafür, ob der Kreditnehmer den Kredit zurückzahlen kann, sondern nur noch dafür, die Kreditströme zu maximieren«, stellte die Financial Times Deutsch-

land im Mai fest, als das Treiben noch im vollen Gange war (FTD, 23.5.07). Cov-Light nennt sich das Subprime-Äquivalent bei Unternehmensanleihen. Auch das sind Schulden, von denen kein vernünftiger Mensch erwartet, daß sie jemals vollständig zurückgezahlt werden können. Aber so lange jeder Käufer der Papiere fest davon ausging, immer noch einen Dümmeren zu finden, der ihm den Schrott mit genau der gleichen Erwartung zu einem höheren Preis wieder abnimmt, brummte das Geschäft.

»Es wird eine Welle von Kreditausfällen geben«, sagte der Geschäftsführer der auf Sanierung spezialisierten amerikanischen Beratungsgesellschaft Alix Partners der Frankfurter Allgemeinen Zeitung bereits im Oktober 2006. Allein für die folgenden zwei Jahre prognostiziert er faule Kredite aus dem Private-Equity-Unwesen im Wert von 25 bis 30 Milliarden Euro. Ein Viertel davon übrigens in Deutschland, wo die Finanzinvestoren besonders aktiv waren. In ihrem Monatsbericht vom August beschreibt die Europäische Zentralbank das drohende Krisenpotential vornehm mit folgenden Worten: »Der weltweite Markt für Leveraged Loans (also Schulden aus Unternehmensaufkäufen – S.W.), zu dem auch ein großes europäisches Segment gehört, weist einige Ähnlichkeiten mit dem Subprime-Hypothekenmarkt in den USA auf, die Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität im Falle einer negativen Wendung des Kreditzyklus hervorrufen könnten. Der hohe Fremdkapitalanteil bei den jüngsten Übernahmen läßt sich mit der hohen Beleihungsgrenze bei Subprime-Hypotheken vergleichen. Darüber hinaus ist die Praxis der Dividendenrekapitalisierung, bei der die LBO-Partner (die Aufkäufer – S.W.) (...) von der steigenden Marktbewertung der Zielunternehmen profitieren, mit der Hypothekenrefinanzierung vergleichbar, die ein wichtiger Stützfaktor für den Subprime-Markt in den Jahren anziehender US-Wohnimmobilienpreise war.«

Man könnte es auch weniger elegant ausdrücken: Auf beiden Märkten ist mit heißer Luft gehandelt worden, und die mußte in dem Augenblick entweichen, in dem die Blase auf dem Markt für die jeweils als Sicherheit genutzten Vermögenswerte (Häuser oder Unternehmen) zu platzen begann. Übrig bleiben am Ende ruinierte Eigenheimbesitzer, in den Konkurs gezwungene Unternehmen, entlassene Beschäftigte und ein Berg fauler Kredite.

Als die mit amerikanischen Subprime-Hypotheken abgesicherten CDO's zu wackeln begannen, fanden die Banken folgerichtig auch immer weniger Investoren, die bereit waren, verbrieft Kreditpakete überschuldeter Unternehmen mit ungewisser Zukunft in ihr Portfolio zu nehmen. Oder wenn, dann gegen saftige Preisabschläge. So blieben die Banken aus der Rekordübernahmewelle der ersten Hälfte dieses Jahres auf schätzungsweise 300 Milliarden Dollar an Akquisitionskrediten sitzen, die sie vorerst in ihren Büchern behalten müssen.

Aber unvorstellbare Mengen dieser und ähnlicher Kreditderivate sind längst im Markt und machen denen, die sie in ihren Büchern haben, nun verdientermaßen das Leben schwer. Allein im Jahr 2006 wurden in den USA Instrumente von der Art der CDO's im Wert von 4,6 Billionen Dollar auf den Markt gebracht und an Investoren in aller Welt verkauft. Niemand weiß genau, in welchen Conduits (Finanzierungsgesellschaften) oder Hedge-Fonds sich wie viele davon verstecken. Da zumindest die Hedge-Fonds auch nicht zur Offenlegung und transparenten Bilanzierung verpflichtet sind, wird man es wohl auch nur da erfahren, wo der Pleitegeier signalisiert, daß ein Investor sich gänzlich überhoben hat.

Folgen für die Weltwirtschaft

Große Hedge-Fonds und Banken mögen in der Lage sein, die Wertverluste Schritt für Schritt abzuschreiben, so wie die japanischen Banken es mit dem Berg fauler Kredite getan haben, auf

dem sie nach dem Platzen der dortigen Immobilienblase saßen. Aber erstens war auch das nur möglich, weil der japanische Staat zur Unterstützung tief in die Steuerkasse gegriffen hat. Zweitens hat dieser Prozeß die japanische Wirtschaft ja tatsächlich in eine jahrelange Depression gezwungen. Und drittens freilich gibt es im jetzigen Fall ein zusätzliches Krisenpotential, das darin liegt, daß die derzeit unverkäuflichen Schuldverschreibungen in der Regel mit kurzfristigen Krediten, sogenannten Commercial Papers, finanziert wurden. Diese Kredite haben Laufzeiten zwischen einem und neun Monaten und müssen daher in relativ kurzen Abständen immer wieder neu unter die Leute gebracht werden.

Für möglicherweise konkursreife Halter dubioser Schuldverschreibungen aber mag niemand gern Kredit bereitstellen. So hat die grassierende Fäulnis unter den langfristigen Schuldverschreibungen mittlerweile auch den Markt für Commercial Papers ins Trudeln gebracht. Diese Papiere wiederum dienen nicht nur der Finanzierung der genannten Kreditderivate, sondern werden auch von Unternehmen genutzt, die kurzfristig Liquidität benötigen. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen, wenn dieser Markt stockt, liegen auf der Hand.

Hinzu kommt, daß für viele Finanzierungsgesellschaften, die sich in der Klemme befinden, die Banken mit milliardenschweren Liquiditätszusagen in der Pflicht stehen. Das heißt, wenn sonst niemand für die Refinanzierung sorgt, muß es die betreffende Bank tun. Es war genau dieser Mechanismus, der die IKB und die Sachsen LB beinahe in den Konkurs getrieben hat. Hedge-Fonds haben eine solche Rückversicherung meistens nicht. Brauchen sie Liquidität, müssen sie Aktien verkaufen oder andere Papiere auf den Markt werfen. Tatsächlich waren ihre Verkäufe ein wichtiger Auslöser des jüngsten Abwärtstrends an den Weltbörsen. Zu den Verwicklungen des heutigen Weltfinanzsystems gehört allerdings, daß solche in der Logik des Aktienmarktes scheinbar unmotivierten Verkäufe wiederum die mathematischen Modelle entwerten, auf denen die Anlagestrategie vieler Hedge-Fonds beruht. Dies hat einige dieser Spekulationsvehikel zusätzlich aus dem Tritt gebracht.

Auch wenn hier scheinbar nur mit Luft gehandelt wird, haben die Transaktionen der Hedge-Fonds beträchtliche Auswirkungen auf Wechselkurse, auf die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen und damit letztlich auf Investitionen, Arbeitsplätze und Lebenschancen. Immerhin verwalten die gegenwärtig etwa 10000 Hedge-Fonds heute zusammen ein Vermögen von rund 1,9 Billionen Dollar. Dank der Hebelwirkung hoher Kredite bewegen sie ein Vielfaches dessen. Die Summen, deren plötzlicher Rückfluß 1997 die Südostasienkrise ausgelöst hatte, waren ungleich geringer und haben dennoch ausgereicht, eine riesige Region in ihrer Entwicklung um Jahre zurückzuwerfen und Millionen Lebensperspektiven zu vernichten.

Ob sich aus der Gemengelage heute ein weltweiter Finanzcrash mit schlimmen Folgen für die Weltwirtschaft entwickeln wird, oder ob es gelingt, wie im Falle des taumelnden Mega-Hedge-Fonds LCTM 1998 und der geplatzten Technologieblase 2000 die Situation durch Zinssenkungen und unter Einsatz öffentlicher Gelder vorläufig wieder in den Griff zu bekommen, ist offen. Sicher ist nur, daß der Spielraum mit jeder neuen Blase, zu der solche Maßnahmen unweigerlich führen, immer kleiner wird.

Die globale Deregulierungswelle hat dazu geführt, daß der Kapitalismus sich heute wieder in jener vollen Schönheit zeigt, mit der er sich in der ersten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts der Menschheit ins Gedächtnis geschrieben hat. Die Folgen sind bekannt. Es gibt Vergangenheiten, die man wirklich nicht wiederhaben möchte.