

© Antonin Kratochvíl/VII

**NZZ Folio 01/09 - Thema: Die Finanzkrise** ► [Inhaltsverzeichnis](#)

## Die Finanzkrise: Teil 2 - Das Wall-Street-Massaker

**2008 weitete sich die Hypothekenkrise zu einer Bankenkrise aus. Ende letzten Jahres war klar: Wir stehen vor einer Rezession. Aber wer ist schuld – die gierigen Banker? Der Kapitalismus? Oder ein Physiker namens Gregg Berman?**

Von **Alex Blumberg, Adam Davidson und Ira Glass**



Wenn die Kurse ins Bodenlose stürzen: Ein Händler auf dem Trading-Floor der Wall Street.

Fangen wir mit dem an, was den US-Finanzminister Henry Paulson und den Zentralbankchef Ben Bernanke zu der Überzeugung brachte, dass der Wirtschaft eine schreckliche und unmittlere Gefahr drohe. Es begann am Mittwoch, dem 17. September 2008. Weshalb wurden diese Regierungsvertreter plötzlich panisch?

Vielleicht führten sie Gespräche mit Leuten wie Mark Peterson. Peterson sitzt nicht an der Wall Street, sondern in Memphis, Tennessee. Er hat nichts mit minderwertigen Hypotheken zu tun, aber jene Woche hat ihn das Zittern gelehrt.

«Ich weiss nicht, wer von Ihnen schon mal ein Erdbeben miterlebt hat», sagt Mark Peterson, «die Leute behaupten, es werfe einen völlig aus der Bahn. Weil man plötzlich merkt, dass es da eine Gewalt gibt, über die man keine Kontrolle hat. So fühlte es sich damals an. In jener Woche wurde ein Ungeheuer freigelassen.»

Der Name dieses Ungeheuers lautet: Commercial Paper Market. Das Ungeheuerliche bestand darin, dass dieser Geldmarkt einfro. Der Geldmarkt bietet Firmen die Möglichkeit, sich Geld zu leihen. Für grosse Firmen ist es der einfachste Weg. Nehmen wir jemanden wie Mark Peterson. Er ist der Finanzmanager von ServiceMaster International, zu der unter anderem ein Putzunternehmen und die auf Termitenbekämpfung spezialisierte Firma Terminix gehören. Jeden Tag kommt Mark Peterson um acht Uhr früh ins Büro und stellt dieselbe Frage: Wie viel Geld haben wir flüssig? Ausstehende Rechnungen werden ja nicht sofort bezahlt. Peterson erklärt es so: «Nehmen wir an, Sie haben Terminix damit beauftragt, Ihr Haus zu behandeln. Am Ende stellen Sie einen Check aus. Wenn er unserem Konto gutgeschrieben wird, bekommen wir die Meldung, dass eine bestimmte Person ihre Rechnung bezahlt hat.»

Und so geht es jeden Tag, Tausende oder Zehntausende oder Hunderttausende von Terminix-Kunden und anderen Leuten stellen Checks aus. Diese Daten werden täglich an Mark weitergeleitet. Er wacht darüber, wie viel Geld seinem Unternehmen an jedem Tag zur Verfügung steht.

«Entweder haben wir am Ende des Tages zu viel Geld, oder wir haben am Ende des Tages zu wenig Geld. Heute zum Beispiel hat unser Unternehmen genug Geld.»

Aber morgen vielleicht nicht. Vielleicht muss Terminix eine Menge Termitengift kaufen oder seinen Wagenpark erneuern. An sich keine grosse Sache. Man leiht sich einfach das zusätzlich benötigte Geld. Alle Unternehmen funktionieren so. An manchen Tagen haben sie einen Überschuss, an anderen müssen sie sich Geld borgen. Wenn Sie ein einfacher Bürger sind und Geld leihen müssen, benutzen Sie einfach Ihre Kreditkarte. Wenn Sie ein riesiges Unternehmen sind, benutzen Sie den Geldmarkt, der im Grunde ein Überziehungskredit von industriellem Ausmass ist.

«Wir sagen zum Beispiel: Wenn Sie uns heute 999 000 Dollar leihen, bekommen Sie morgen 1 Million zurück. Wer auch immer uns die 999 000 Dollar leiht, kriegt also am nächsten Tag 1000 Dollar mehr zurück. Das ist sein Zins», erklärt Mark Peterson.

Und so kommen jeden Morgen um acht Uhr die Finanzmanager überall in Amerika und sonstwo auf der Welt in ihre Büros und studieren die Daten. Und wenn sie Geld brauchen, stellen sie sogenannte Inhaberschuldverschreibungen aus. Dabei geht es um Hunderte Milliarden Dollar. Und das jeden Tag.

Wo finden Finanzmanager wie Mark Peterson die Leute, die ihnen das nötige Geld leihen? Sie gehen zu einer Bank an der Wall Street. Der Finanzmanager eines grossen Unternehmens ruft einen Bekannten an der Wall Street an und sagt: «Hallo, wir brauchen Geld. Verkauft du für uns ein paar Schuldverschreibungen?»

So funktioniert der alltägliche Geldmarkt. Die US-Wirtschaft könnte ohne ihn gar nicht überleben. Trotzdem hat kaum jemand je davon gehört. Warum?

«Es ist eine ziemlich langweilige Angelegenheit», sagt Mark Peterson, «die Geldmarktgeschäfte in einem Unternehmen können fast vom Büropersonal abgewickelt werden. Man ruft zum Beispiel bei der Investmentbank Merrill Lynch an und sagt: «Ich brauche 50 Millionen. Zu welchem Zinssatz kann ich das Geld kriegen? Geben Sie mir den Zinssatz schriftlich, und bis elf Uhr haben wir's eingetütet.» Die Verkaufsleute bei Merrill Lynch machen sich an die Arbeit und verkaufen den Inhaberschuldschein an Geldmarktfonds und Treuhandabteilungen und Investoren in aller Welt. Dann bestätigen sie, dass sie das Geld zusammenhaben, und der Büroangestellte geht zum Finanzmanager und sagt: «Ihre 50 Millionen sind da.» Das Ganze ist bis elf Uhr abgewickelt. Sehr einfach. Wie gesagt, eine langweilige Angelegenheit.»

«Aber irgendwann dieses Jahr war es dann plötzlich nicht mehr langweilig.»

«Richtig, ein guter Freund an der Wall Street sagte mir: «So etwas habe ich noch nie erlebt. Es gibt kein einziges Angebot am Markt für Schuldverschreibungen. Keiner will mehr mit dem anderen Geschäfte abschliessen.» Der Geldmarkt, der wahrscheinlich der flüssigste Markt auf der Welt ist und auf dem sich nur hochkarätige Unternehmen tummeln, war praktisch eingefroren.»

Wir sprachen mit Paul Balika, er arbeitet bei Daiwa Securities als Trader, so nennt man die Wertpapierhändler. Er war Zeuge des Kreditstillstands und hatte einen Platz in der ersten Reihe. «Ich war in meiner ganzen Karriere noch nie so nervös. Ich bin überzeugt, wir

standen vor dem Abgrund, vor dem totalen Einfrieren des Finanzsystems.»

Zum Beispiel bei Tradition Securities, einem auf den Handel mit Inhaberschuldverschreibungen spezialisierten Unternehmen unweit der Wall Street. Wir besuchen hier einen Geldmarkthändler namens Tom Corona. Während wir durch den riesigen Handelsraum gehen, brüllen die Händler zu uns herüber und reissen Witze und fragen nach Coronas neuen Freunden, das heisst nach uns. Tom Corona sagt, er gebe ein Interview, und wir hören einen seiner Kollegen murmeln: «Das ist der Anfang vom Ende.»

Die meisten der Firmen, mit denen Tom Corona arbeitet, sind keine Dienstleistungsfirmen für Privatpersonen. Es sind Banken, richtig grosse Banken. Die Mitarbeiter dieser grossen Banken rufen jeden Tag bei Tom Corona an und sagen: Ich möchte soundso viel Geld leihen. Aber seit ungefähr Mitte September 2008 ist das so gut wie unmöglich.

«Am Morgen ruft mich eine Bank an und fragt: «Wie sieht's auf dem Markt aus?» Und ich muss antworten: «Es ist dasselbe Trauerspiel wie in den letzten Tagen.» Die Banken versuchen Geld aufzunehmen, aber niemand will ihnen welches leihen», erzählt Tom Corona. «Doch selbst wenn sie Geld bekämen, wären es nur 50 oder 100 Millionen. Ich will nicht behaupten, dass 100 Millionen wenig sind, aber in unserem Geschäft ist das ein Klacks. Normalerweise konnten Banken ohne ein Wimpernzucken Milliarden aufnehmen.»

«Und was sagen die Banken?»

«Sie sind so besorgt wie ich. Ich höre dauernd, dass niemand mehr schlafen könne. Sie sehen einfach kein Licht am Ende des Tunnels. Und wenn sie ein Licht sehen, dann sind es die Scheinwerfer eines entgegenkommenden Zugs.»

### Welche Rolle spielten die Geldmarktfonds?

Fassen wir zusammen: Das Einfrieren des Geldmarkts wurde mit einem heranrasenden Zug, einem Abgrund, einem Ungeheuer und einem Erdbeben verglichen. Fehlt nur noch der Serienmörder. Aber was führte zum plötzlichen Auftauchen des Abgrunds/Erdbebens/Zugs/Ungeheuers? Es war vor allem ein Ereignis, das den Geldmarkt in Schrecken versetzte und die Liquidität in seinen Adern gefrieren liess. Doch um es zu erklären, müssen wir einen weiteren Finanzbegriff einführen: den Geldmarktfonds.

Ein Geldmarktfonds ist im Grunde einfach eine Art Sparkonto. Es ist gar nicht so unwahrscheinlich, dass Sie selbst an einem beteiligt sind. In normalen Zeiten ist es einer der sichersten Orte, an denen man sein Geld aufbewahren kann. Sie zahlen 1000 Dollar ein und wissen, dass Sie auf jeden Fall Ihre 1000 Dollar zurückerhalten. Vielleicht sogar 1010. Und Sie geben sich mit dieser dürftigen Rendite zufrieden, weil sie wissen, dass Ihr Geld dort sicher ist.

Eines der wenigen Dinge, die Geldmarktfondsmanager tun, um diese kleine Rendite zu erwirtschaften, besteht darin, Geld dem Geldmarkt zur Verfügung zu stellen. Sie geben Leuten wie Mark Peterson von ServiceMaster International die 999 000 Dollar, die er kurzfristig braucht, und er zahlt ihnen am nächsten Tag 1 Million Dollar zurück. Der Zins ist passabel, aber Hauptsache ist: Das Geld ist sicher angelegt. Und das Geld ist sicher, weil es nur an grosse, vertrauenswürdige Firmen verliehen wird, die meist seit Jahrzehnten existieren und ihre Darlehen stets zuverlässig zurückbezahlt haben. Zumindest bis zum 16. September 2008, als einer der – zumindest in der Welt der Geldmarktmanager – am meisten gefürchteten Fälle eintrat. Ein Ereignis, das ihnen Alpträume bescherte.

### Was bedeutet es, den «Dollar zu knacken»?

Einer der grössten und ältesten Fonds, der sogenannte Reserve Fund, hat den «Dollar geknackt» («Broke the buck»), wie es im Jargon heisst. Das bedeutet, dass er zum ersten Mal in seiner Geschichte einen Teil des Geldes seiner Anleger verloren hat. Für jeden Dollar, den sie einbezahlt hatten, bekamen sie nur noch 97 Cent zurück. Das ist so, als wenn Sie mit Ihrem Sparbuch zur Bank gehen und feststellen, dass Ihr Geld weniger geworden ist, ohne dass Sie etwas abgehoben haben. Ein echter Skandal.

«Den Dollar zu knacken, das ist ungefähr so, als habe man einen Serienmörder in einer Schule», sagt Paul Balika, der Wertpapierhändler. «Das verursacht Panik. Sehen Sie sich einige der Renditen an. Die Leute erwarten nicht unbedingt einen Gewinn auf ihr Kapital, aber sie erwarten, dass sie ihr Kapital zurückbekommen. Daher die Panik. Daher die Angst.»

Angst und Panik führten zu einem altmodischen Ansturm auf die Banken: Privatanleger, aber vor allem Pensionskassen und grosse Stiftungen riefen bei ihren Brokern an und sagten: «Ziehen Sie unser Geld aus diesen Fonds ab.» Die Regierung musste einschreiten und die Geldmarktfonds garantieren.

Und hier wiederum verloren US-Finanzminister Henry Paulson und Zentralbankchef Ben Bernanke die Nerven. Denn genau an diesem Punkt weitete sich die Hypothekenkrise zu einer weltweiten Finanzkrise aus. Jener Fonds, der die Kapitalrückzahlung nicht mehr garantieren konnte, hatte nicht in riskante Hypotheken investiert. Seine Manager gehörten nicht zu den sorglosen Spielern an der Wall Street, die mit hohem Risiko auf einen warmen Regen spekulieren. Es ging um Anlagen, über die diese Spieler nur lachen würden. Die Fondsmanager hatten alles Erdenkliche getan, um auf der sicheren Seite zu sein: Sie kauften sehr sichere, sehr kurzfristige Inhaberschuldverschreibungen. Nur hatten sie diese Papiere zufällig von Lehman Brothers erworben. Und Lehman Brothers war, zum Teil wegen seiner Engagements in riskanten Hypothekenprodukten, am Tag zuvor, am 15. September 2008, konkursgegangen. Das ganze Geld, das jener Geldmarktfonds namens Reserve Fund an Lehman ausgeliehen hatte, war mit einem Mal weg. Und der Reserve Fund, der nicht das Geringste mit Hypotheken oder dem Häusermarkt zu tun hatte, sass plötzlich in der Patsche.

Dies führte zu einer allgemeinen Panik. Die Geldmarktfondsmanager flüchteten aus und fragten sich: «Wer ist als nächster dran?» Und dann vermeldete wie in einem Horrorfilm – zumindest einem Horrorfilm für Geldmarktfondsmanager – der zweite Fonds das Knacken des Dollars. Und als nächstes stand AIG, die grösste Versicherung der Welt, vor dem Zusammenbruch. Das genügte. Die Manager der Geldmarktfonds beschlossen, kein Geld mehr an Firmen zu verleihen. Am 17. und 18. September 2008 wurden über 100 Milliarden Dollar aus dem Geldmarkt abgezogen. Das meiste davon landete in Staatsanleihen.

Und aus diesem Grund kann Tom Corona, der Geldmarkthändler, für seine Kunden kein Geld mehr besorgen. Die Leute, die ihm bisher das nötige Geld liehen, knickten ein und schoben es unter die grösste Matratze der Welt: die US-Regierung. Ihrer Einschätzung nach ist dies im Augenblick der einzig sichere Ort.

«Für die Finanzmärkte sind solche Einschätzungen das A und O», sagt Tom Corona. «Niemand weiss, wer auf Verlusten sitzt und wer nicht, wer seine Verluste offengelegt hat und wer sie geheimhält. Die Geldmarktfonds beobachten die Banken und jeden sonst mit grösstem Argwohn, weil sie keine Ahnung haben, wer auf solidem Fundament steht und wer nicht.»

### Was passiert, wenn niemand mehr Kredite vergibt?

Ben Bernanke und Henry Paulson befürchteten, dass sich das Problem ausweiten könnte. Dass nicht nur die Geldmarktfonds kein Geld mehr verleihen, sondern dass niemand mehr Geld verleiht.

«Die Folge wäre, dass niemand mehr Geld leihen könnte», erklärt Paul Balika. «Aber wie soll der Kapitalismus funktionieren, wenn man kein Geld leihen kann? Da bleibt einem eigentlich nur die Rückkehr zum Naturalientausch. Kein Kapitalfluss mehr. Die Verlängerung von Krediten war so gut wie unmöglich geworden. Punkt. Ich will nicht hysterisch erscheinen, aber wenn Paulson und die Regierung nicht mit diesem Plan eingegriffen hätten, wären die Banken meiner Ansicht nach nicht mehr in der Lage gewesen, genug Geld für das Funktionieren der Wirtschaft bereitzustellen.»

«Stellen Sie sich ein Unternehmen vor, das eine neue Fabrik bauen will», sagt Mark Peterson von ServiceMaster International.

«Normalerweise würde das Unternehmen sich einfach das nötige Geld leihen und nach und nach zurückzahlen. Aber wenn es erst fünf Jahre warten muss, bis es genug Kapital zusammenhat, um diese Fabrik zu bauen, dann wird das Projekt einfach vertagt. Natürlich kann ich mich hier in Memphis zurücklehnen und sagen, das geht mich nichts an. Aber wenn 20 000 Finanzmanager in der ganzen Welt dasselbe Problem haben, weil ihre Banken den Geldverkehr eingefroren haben, dann haben wir ein Problem, das jeden in Amerika betrifft.»

Genau dies zeichnet sich ab. Täglich wird gemeldet, dass Firmen geplante Investitionen absagen, weil sie keinen Kredit bekommen.

McDonald's musste die Einführung von italienischen Kaffeemaschinen in seinen Restaurants verschieben, weil sie nicht an das nötige Geld herankamen. Und die Aktie von General Electric – dem zweitgrössten Unternehmen der USA, Eigentümer von NBC und Hersteller von Flugzeugtriebwerken und Kernkraftwerken – fiel um beinahe 10 Prozent, weil der Markt fürchtete, sie könnten nicht genug Geld aufreiben, um den Betrieb am Laufen zu halten.

### **Befinden wir uns wirklich in einer Rezession?**

Es gibt Firmen, denen es immer noch gutzugehen scheint. Mark Peterson von ServiceMaster International betont, dass die Banken seinem Unternehmen nach wie vor Geld leihen; zwar zu einem höheren Zins als letztes Jahr, aber das könne seine Firma verkraften. Kleine Geschäfte erhalten immer noch Kredit. Privatleute bekommen ihr Auto oder ihre Hypothek finanziert und können mit ihren Kreditkarten einkaufen. Vielleicht steigen die Zinsen ein wenig, aber wenn man durch die Strassen geht, hat man nicht den Eindruck, es herrsche eine Weltwirtschaftskrise.

Deshalb fällt es auch den meisten Leuten ausserhalb des Finanzsektors schwer zu begreifen, weshalb wir ein staatliches Rettungspaket von 700 Milliarden Dollar unbedingt brauchen. Die Untergangsszenarien sind furchterregend, aber wird es wirklich so weit kommen? Sogar Leute, die im Epizentrum der Krise sitzen, hegen im Hinblick auf die staatliche Intervention gemischte Gefühle.

Wie der Geldmarkthändler Tom Corona, der mit eigenen Augen das Einfrieren des Kreditmarkts für seine Grosskunden mit angesehen hat:

«Einerseits blicke ich auf die Laufbahn zurück, die ich eingeschlagen habe und die sich für mich wirklich ausgezahlt hat, und andererseits sehe ich gerade dabei zu, wie das ganze System kollabiert. Klar bin ich für das Rettungspaket für die Wall Street, weil ich selbst dort arbeite. Aber dann betrachte ich die Sache von einem übergeordneten Standpunkt und frage mich: Was ist besser für unser Land und für meine Kinder? Ich habe drei Söhne, und ich glaube nicht, dass dieses Rettungspaket auf lange Sicht meinen oder anderen Kindern dient. Die Leute haben leichtsinnig Kredite aufgenommen, und nun soll die Regierung ihnen aus der Klemme helfen. Tut mir leid. An dem Punkt sind es meine Steuergelder und Ihre Steuergelder. Ich denke, da müssen wir einfach Nein sagen.»

Um zu verstehen, wie schnell sich die Dinge ändern, muss man hinzufügen, dass Tom Corona eine Woche später sagte, er unterstütze das Rettungspaket. Die Ereignisse seit Mitte September 2008 haben ihn davon überzeugt, dass sich die Krise ausbreitet und dass das Risiko für sämtliche Kinder grösser ist, wenn nichts getan wird.

### **Was genau sind Credit Default Swaps?**

Nun tritt ein weiteres verwirrendes Finanzprodukt auf, das die Weltwirtschaft in die Knie zwingt. Es waren schlechte Hypotheken, die das Finanzsystem krank gemacht haben, aber dieses andere Ding hat aus der Krankheit eine Epidemie gemacht. Es heisst CDS oder Credit Default Swap. Diese CDS sind, wie viele Instrumente des heutigen Finanzsystems, zu kompliziert, als dass ein Banker darauf hätte kommen können. Sie wurden von Leuten wie Gregg Berman erdacht. Berman studierte experimentelle Physik und Nuklearphysik, bevor er 1993 ins Finanzgeschäft einstieg.

Wenn man an Physiker denkt, die gefährliche Sachen erfinden, kommen einem normalerweise Atomwaffen in den Sinn. Und in der Tat, kein Geringerer als der Milliardär Warren Buffett hat die Credit Default Swaps als finanzielle Massenvernichtungswaffen bezeichnet.

Um keine Missverständnisse aufkommen zu lassen: Gregg Berman hat die CDS nicht wirklich erfunden, aber er arbeitet für eine Firma, die Risk Metrics Group, die, wie der Name schon andeutet, anderen Firmen beim Risikomanagement hilft. Gregg denkt also viel über Risiken nach und versteht hervorragend zu erklären, was Risiken sind.

«Stellen Sie sich vor, Sie kaufen eine Obligation von Ford über 100 Dollar. (Wenn Sie für 100 Dollar eine Obligation von Ford kaufen, heisst das, dass Sie Ford für eine feste Zeitdauer 100 Dollar ausleihen. Dafür bekommen Sie jedes Jahr Zinsen und am Ende der Laufzeit das Geld zurück.) Sie haben die Obligation im Portefeuille und machen sich Sorgen über Fords Zahlungsfähigkeit. Also treffen Sie eine Vereinbarung mit einer weiteren Partei: «Ich bin bereit, dir 2, 3 oder 4 Prozent im Jahr auf die 100 Dollar zu zahlen, wenn du mir im Gegenzug einen Schutz gewährst. Falls Ford bankrottgeht, bekommst du von mir diese nun wertlose Obligation, und du gibst mir dafür meine 100 Dollar zurück.» In grösserem Zusammenhang betrachtet, sieht das aus wie eine Versicherung. Es sieht aus, als hätten Sie eine Versicherung gegen einen Kreditausfall abgeschlossen. Dafür zahlen Sie eine kleine Prämie, so, wie wenn Sie eine Brandversicherung für Ihr Haus abschliessen.»

Aha, eine Versicherung. Wir sprechen hier also über eine Versicherung? Es geht um Investoren, die ihr Geld in sicheren und langweiligen Obligationen angelegt haben und die versuchen, ihre Anlage noch sicherer und langweiliger zu machen. Aber dabei ist es nicht geblieben. Satyajit Das ist Risikoberater und kann sich gut an die Zeit erinnern, als die Credit Default Swaps aufgefunden sind. Er hat aus nächster Nähe miterlebt, wie das, was als Versicherung begann, mit der Zeit zu etwas ganz anderem mutierte:

«Seit den 1990ern und ungefähr bis 2003, 2004, als ich damit arbeitete, gehörte ich zu den überzeugten Verfechtern dieser Entwicklung zu besserem Risikomanagement. Ich war mein Leben lang in diesem Bereich tätig. Aber um 2003, 2004 herum wurde ich zunehmend nervös, weil ich zusehen konnte, wie der CDS-Markt von einem sehr legitimen Instrument zu etwas immer Rassistischerem und Interessanterem wurde, das jedoch auch viel grössere Gefahren barg.»

«Hörten die Credit Default Swaps also irgendwann auf, Versicherungen zu sein?»

«O ja, das waren absolut keine Versicherungen mehr.»

«Und wurden stattdessen zu einer Art Glücksspiel?»

«Na ja, an den Finanzmärkten ist die Trennlinie zwischen Geldanlage und Spekulation oder Glücksspiel noch nie besonders scharf gewesen. Aber in gewissem Sinn: Ja.»

Wie sind wir von einer der sichersten Aktivitäten auf dem Planeten, der Versicherung, zu einer der riskantesten Aktivitäten, dem Glücksspiel, gelangt? Um das zu verstehen, muss man den Unterschied zwischen einer echten Versicherungspolice und einem Credit Default Swap verstehen.

«Ich habe den CDS damit erklärt, dass Sie eine Obligation besitzen, deren Risiko Sie auf jemand anderen übertragen wollen», sagt Gregg Berman. «Aber was passiert, wenn Sie sich den Risikoschutz kaufen, ohne die Anleihe zu besitzen?»

«Warum sollte ich einen solchen Schutz kaufen? Das wäre so, als schliesse ich eine Versicherung für ein Haus ab, das ich gar nicht besitze.»

«Genau so ist es! Als würden Sie eine Versicherung für ein Haus abschliessen, das Sie gar nicht besitzen. Sie schliessen eine Brandversicherung für ein Haus ab, und dann schliesse ich ebenfalls eine Brandversicherung für das Haus ab, und tausend weitere Personen schliessen ebenfalls eine Brandversicherung für das Haus ab. Was hier eigentlich passiert, ist: Man wettet auf das Haus.»

Haben Sie das kapiert? Sie benutzen gewissermassen eine Versicherungspolice, um eine Wette abzuschliessen. Nehmen wir an, es gibt einen Kerl namens Frank, der eine Lebensversicherung abgeschlossen hat. Wenn er stirbt, erhält der Begünstigte 1 Million Dollar. Jetzt stellen Sie sich eine Meute von anderen Leuten vor, die sagen: «Wenn Frank stirbt, will ich auch 1 Million Dollar haben.» Und alle diese Leute schliessen Versicherungen auf Frank ab. Als Frank tatsächlich krank wird, wollen noch mehr Leute eine Police auf sein Ableben abschliessen. Und je näher er dem Tod ist, desto mehr Leute wollen Lebensversicherungen auf ihn abschliessen. Das ist im Grunde, was im CDS-Markt geschieht.

### **Wie verwandelt man eine Versicherung in eine Wette?**

So funktioniert es: Ein Credit Default Swap ist ein sogenanntes Over-the-Counter-Instrument. Das bedeutet einfach nur, dass es nicht öffentlich an der Börse gehandelt wird wie etwa eine Aktie. Es ist eine private Vereinbarung zwischen zwei beliebigen Personen – nun ja,

nicht beliebigen, denn sie müssen mindestens 5 Millionen Dollar zur Verfügung haben.

De facto geht es also um Personen in einer Investmentbank oder einem Hedge-Fund oder einer grossen Geschäftsbank wie der Citibank oder der Credit Suisse. Sie alle haben Abteilungen mit 15 bis 30 Mitarbeitern, die für diese Credit Default Swaps zuständig sind. Jeden Tag kommen dort Tausende von E-Mails und Telefonaten von Leuten an, die Kreditausfallverträge abschliessen wollen. Manchmal wollen diese Leute tatsächlich eine Versicherung abschliessen. Sie besitzen eine Obligation der Firma ABC und machen sich Sorgen über die finanzielle Gesundheit dieses Unternehmens.

Also greifen sie zum Hörer und fragen: «Verkaufen Sie mir einen Schutz gegen Kreditausfall? Versprechen Sie mir, dass Sie für den vollen Nennwert dieser Obligation geradestehen, falls ABC dazu nicht mehr in der Lage ist?»

Aber manchmal, in Wahrheit ziemlich häufig, rufen auch Leute an, die gar keine Anleihe haben. Sie haben jedoch den Verdacht, dass es mit ABC nicht zum besten bestellt ist. «Im Grunde wollen diese Leute darauf wetten, dass das Unternehmen seinen Verpflichtungen nicht nachkommt: Wir einigen uns darauf, dass ich dir einen bestimmten Betrag auszahle, wenn ABC zahlungsunfähig wird. Und du zahlst mir im Gegenzug eine Gebühr.»

Satyajit Das behauptet, während seiner Zeit in der Branche seien immer mehr CDS zu Spekulationszwecken benutzt worden und immer weniger zu Versicherungszwecken. Die Zahl der ersteren habe die Zahl letzterer um ein Vielfaches übertroffen. Die Zahlen sind in der Tat unglaublich. Andrew Ang, Professor an der Columbia Business School und Experte für den CDS-Markt, beschreibt die Situation so: «Das Volumen des Markts für Unternehmensobligationen beträgt ungefähr 5000 Milliarden Dollar, und der Nennwert aller ausstehenden CDS beläuft sich auf 60 000 Milliarden Dollar.»

Mit anderen Worten: Der Wert aller Unternehmensobligationen auf der Welt beträgt 5000 Milliarden Dollar, aber die Leute haben 60 000 Milliarden auf diese Obligationen gewettet. Auf jede Anleihe kommen zehnmal so viele Leute, die versprochen haben, den vollen Nennwert dieser Obligation ausbezahlen, falls die entsprechende Firma pleitegeht. Und dann sei da noch ein wichtiges Detail, sagt Andrew Ang: «All das geschieht völlig ungeregelt... zum Teil, weil man es nicht regeln wollte.»

#### Wie kann man mit Geld spekulieren, das man nicht hat?

Einer der Gründe, weshalb man den Handel mit CDS nicht regulieren wollte, hängt mit einem Wort zusammen, das man oft hört, wenn man mit Finanzleuten redet: Leverage, zu deutsch: Hebel. Es ist eines jener Worte, das von Leuten, die mit Geld arbeiten, intuitiv verstanden wird. Wir Normalsterbliche haben nur eine vage Vorstellung davon, was es bedeutet. Aber die Art, wie die Finanzleute davon sprechen, hat sich in letzter Zeit gewandelt. Früher haben sie stets positiv davon gesprochen. Wenn sie das Wort heute in den Mund nehmen, klingt ein wenig Furcht mit. Das liegt daran, dass dieser Hebel grossartig ist, solange er zu ihren Gunsten arbeitet. Aber wenn er gegen sie arbeitet, ist's mit dem Spass vorbei. Dieser Hebel nun wirkt derzeit im Markt für Kreditausfallrisiken verheerend.

Ein einfaches Beispiel: Stellen Sie sich vor, wir hätten 100 Millionen Dollar und wollten im CDS-Markt ein Geschäft machen. Wir schicken all diesen CDS-Abteilungen eine E-Mail und sagen: «Ich biete Schutz gegen Kreditausfallrisiken. Wer will ihn kaufen?» Einer ruft zurück und sagt: «Ich habe eine Obligation von Lehman Brothers über 1 Milliarde Dollar und möchte sie gern versichern.» – «Grossartig», sagen wir, «wir versichern Ihre Obligation zu 2 Prozent ihres Nennwerts jährlich.» Und wir sind im Geschäft.

Sehen wir uns diese Zahlen etwas genauer an. 2 Prozent von einer Milliarde Dollar? Das sind immerhin 20 Millionen, die wir jedes Jahr bekommen. Wir verfügen über 100 Millionen. De facto werde ich durch meine Unterschrift auf diesem einen Vertrag innerhalb von fünf Jahren mein Vermögen verdoppeln. Ich bin begeistert. Das ist der Aufwärtshebel. Ich mache Gewinn auf 1 Milliarde Dollar, obwohl ich nur 100 Millionen habe. Der Abwärtshebel besteht darin, dass ich jetzt für bis zu 1 Milliarde Dollar geradestehen muss, wenn die Obligation ausfällt. Ich habe aber keine Milliarde Dollar. (Leverage bedeutet also, die Wirkung von Eigenkapital zu multiplizieren, indem man es zum Beispiel mit geliehenem Geld aufstockt oder, wie in unserem Fall, indem man eine Verpflichtung eingeht, die man nicht erfüllen kann. Ich wäre im Schadenfall nicht in der Lage, 1 Milliarde zu zahlen.)

Im Jahr 2005 schien es für einen Versicherer gefahrlos, für die Zahlungsfähigkeit von Lehman Brothers zu garantieren. Die Vorstellung, dass Lehman Brothers, eine der ältesten und grössten Investmentbanken der Welt, jemals zahlungsunfähig werden könnte, erschien jedem als aberwitzig. Aber 2008 ist diese Vorstellung beängstigenderweise Realität geworden. Fragen Sie AIG.

AIG ist diese riesige Versicherung, die von der US-Regierung gerettet werden musste. Sie musste gerettet werden, weil sie kurz vor dem Bankrott stand. Und vor dem Bankrott stand sie aufgrund des Szenarios, das wir eben durchgespielt haben. AIG war im Rahmen von CDS-Vereinbarungen Verpflichtungen über 400 Milliarden Dollar eingegangen. 400 Milliarden Dollar, die AIG nicht besass. Aber die Tatsache, dass die grösste Versicherung der Welt durch den Handel mit diesen Wertpapieren in die Knie gezwungen wurde, ist vielleicht nicht einmal das Beängstigendste, denn der Fall von AIG war eher eine Ausnahme als die Regel. Normalerweise haben die Leute, die mit Credit Default Swaps handeln, dies auf andere Weise getan als AIG. Auf eine Weise, die ihnen mehr Sicherheit bringen sollte, die aber möglicherweise das ganze System anfälliger gemacht hat. Dieses Vorgehen nennt sich Netting.

Kommen wir auf das vorige Beispiel zurück, aber mit einem anderen Szenario. Ich habe wieder 100 Millionen Dollar. Mir schwant, dass es mit Lehman Brothers zu Ende geht. Ich werde bei einem Unternehmen vorstellig, sagen wir AIG. Ich gehe zu AIG und biete ihnen an, einen Credit Default Swap zu kaufen. Diesmal will ich also nicht verkaufen, sondern kaufen. Ich sage: «Ich zahle Ihnen 20 Millionen Dollar pro Jahr.» Der Trick dabei ist: Wenn Lehman wirklich konkursgeht, schuldet AIG mir 1 Milliarde Dollar. Ich bin jetzt in einer total sicheren Position, «hedged», wie es im Jargon heisst. Wenn Lehman zahlungsunfähig wird, schulde ich meinem Käufer 1 Milliarde Dollar, aber gleichzeitig schuldet AIG mir 1 Milliarde Dollar. Ich habe unter mir ein Sicherheitsnetz aufgespannt.

Im Verlauf der nächsten Monate scheint sich meine Ahnung zu bestätigen, weil Lehman immer gefährdeter aussieht. Das Unternehmen macht weniger Profit. Schlechte Nachrichten über Lehman häufen sich. Dadurch wird es teurer, Lehman zu versichern. Es ist wie bei Ihrer Autoversicherung: Je mehr Unfälle es gibt, desto höher steigt Ihre Prämie. Je kränker das Unternehmen aussieht, desto mehr kostet es, sich gegen einen Kreditausfall zu schützen.

Ich bin jetzt in der glücklichen Lage, Profit aus der veränderten Situation zu schlagen, indem ich an den Markt gehe und den Kreditausfallschutz verkaufe. Aber weil die Leute inzwischen mehr Angst um Lehman haben, liegt der Preis dafür höher. Ich verkaufe meinen CDS für 40 Millionen pro Jahr. Ich zahle also 20, nehme jedoch 40 ein. Wiederum ein Nettogewinn von 20 Millionen Dollar im Jahr.

Dieses Verfahren, bei dem jedes Geschäft durch ein weiteres Geschäft auf der anderen Seite gesichert wird, war gängig. Ich verkaufe beispielsweise Ausfallschutz an Morgan Stanley, kaufe ihn jedoch bei Goldman Sachs wieder ein. Goldman Sachs verkauft Ausfallschutz an einen Hedge-Fund, der ihn seinerseits bei einem anderen Hedge-Fund absichert und so weiter. Jede Partei vernetzt ihre Position mit einer Gegenpartei.

Hier noch einmal der Risikoberater Satyajit Das: «Das wirkliche Problem besteht darin, dass in dem Moment, in dem die Kette an einer Stelle bricht und eine Partei ihre Verträge nicht einhält, sich die Verluste schnell multiplizieren. Alle sind in einer unheiligen Allianz miteinander verknüpft. Und der Effekt ist: Sobald einer ein Problem hat, haben alle ein Problem.»

#### Sind die Banken schuld? Oder der Staat?

Jon Zucker, der während fünf Jahren in der Credit-Default-Swap-Abteilung einer Grossbank gearbeitet hat, ist 2007 ausgestiegen. Er verfügt, wie viele Leute dieser Branche, über eine grosse mathematische Begabung. Er denkt in Wahrscheinlichkeiten und Risiken und berechnet mögliche Szenarien. Wenn man ihn nach der grössten Gefahr fragt, lautet seine Antwort: Wenn jeder in der Kette über die finanzielle Zuverlässigkeit jeder anderen Partei in der Kette Bescheid wüsste, wäre alles in Butter.

Das Problem besteht darin, dass keiner etwas über den anderen weiss, weil jedes Geschäft privat abgewickelt wurde, erklärt Jon Zucker.

«Es besteht keine Transparenz. Stellen Sie sich vor, ich arbeite hier in einer Bank im Finanzzentrum von New York und irgendeine kleine Bank in Asien meldet Konkurs an. Das bringt plötzlich das Fass zum Überlaufen, und mehrere weitere Banken werden zahlungsunfähig, und

plötzlich sitze ich mittendrin. Aber ich hatte nicht die geringste Ahnung.»

Dieser Mangel an Information verursacht gewaltige Probleme. Er ist einer der Gründe, weshalb der Kreditmarkt eingefroren ist. Die Banken wollen keine Geschäfte mehr miteinander machen, weil keiner weiss, welche Wetten der andere eingegangen ist. Und mit wem. Und mit wem diese Leute wiederum ihre Wetten abgeschlossen haben.

Dies ist einer der Hauptgründe, weshalb die Regierung sich zum Eingreifen genötigt sah: weil alle diese Banken durch Credit-Default-Swap-Verträge miteinander verknüpft sind. Wenn eine Bank untergeht, könnten alle anderen folgen. Uns beschäftigt im Grunde Folgendes: Wir sind vom Tun von Leuten betroffen, die einem unregelmäßig und seinem Wesen nach spekulativen Treiben nachgehen. Dann explodiert das Ganze, und unsere Steuergelder müssen dazu benutzt werden, das System zu retten. Das macht uns wütend.

Wir stellten Jon Zucker, dem Credit-Default-Swap-Experten, zwei Fragen. Erstens: Sind wir zu Recht wütend? Und zweitens: Auf wen sollen wir wütend sein? Seinem analytischen Naturell entsprechend beantwortete Jon Zucker diese Frage nicht direkt. Er entwickelte Szenarien, die bis in die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre zurückreichten. Er sprach über Folgen, die man hätte absehen können, und über Folgen, die nicht abzusehen waren.

«Also, was mir gerade durch den Kopf geht, ist: Jeder möchte die Leute bestraft sehen, die in den letzten zehn Jahren mit diesen Geschäften Geld gescheffelt haben.»

«Das ist uns aber egal! Wir haben doch nichts dagegen, dass Leute viel Geld verdienen. Wir wollen nur nicht, dass die Fehler dieser Leute vom Staat ausgegült werden, uns also Geld kosten.»

«Sie stellen also die Frage: Kann man ein System errichten, in dem Sie nicht für die Fehler solcher Leute bezahlen müssen?»

«Genau.»

Jon Zucker denkt lange nach.

«Das ist eine lange Pause.»

«Ja, tut mir leid.»

«Nein, macht nichts. Ist schon in Ordnung.»

«Ich neige dazu, mir die Welt mit Hilfe von Modellen vorzustellen. Und in einem Punkt möchte ich gerecht sein, und zwar in dem, dass die Regulierungsbehörden hier kolossalen Mist gebaut haben. Natürlich ist man im nachhinein klüger, und überall wird geklagt, die Behörden hätten viel früher darauf aufmerksam werden müssen. Da bin ich mir nicht hundert Prozent sicher. Aber eins weiss ich, nämlich dass es keinerlei Vorsatz zu einer Regulierung gab. Und von daher sollte man auch diese Leute für einige der Fehler zur Rechenschaft ziehen.»

Alle unsere Gesprächspartner stimmten darin überein, dass irgendjemand – eine Regulierungsbehörde oder jemand in der Regierung – dafür hätte sorgen müssen, dass eine Börse für Kreditausfallrisiken eingerichtet wird, damit der Handel öffentlich wird; wie bei Optionen oder Warentermingeschäften oder all den anderen Finanzinstrumenten, von denen jeder mal gehört hat, aber die man nicht versteht und die, soweit wir wissen, nicht die gesamte Weltwirtschaft destabilisieren. Professor Andrew Ang meinte, da es sich bei Credit Default Swaps im wesentlichen um Versicherungen handle, sollten sie denselben strengen Auflagen unterworfen werden wie diese.

Aber gleichzeitig schien jeder unserer Gesprächspartner der Ansicht, dass die Welt sehr komplex sei und dass die Leute, die solche Finanzinstrumente erfinden und damit ein Vermögen verdienen, eine Armee von Helfern beschäftigen können und daher jeder Regulierungsbehörde – meist handelt es sich um Angestellte von Zentralbanken, die ein Beamtengehalt beziehen – immer um eine Nasenlänge voraus sein würden.

Satyajit Das, der Risikoberater, erklärt das Problem so: «Während der letzten Jahre habe ich ziemlich viel mit Zentralbanken zu tun gehabt. Die Zentralbanker sind alle sehr rechtschaffene Personen. Es sind überaus intelligente Leute, die nur das Beste wollen. Das Problem ist, dass sie sich zu sehr darauf verlassen haben, dass die Banken ihnen sagen, was los ist. Hier besteht offenkundig ein Interessenkonflikt, und so bekamen die Zentralbanker nie ein vollständiges Bild geliefert. Wenn ich ihnen die Funktionsweise des CDS-Markts erklärte, sagten sie: «Oh, ich dachte, er diene nur der Absicherung. Mir war gar nicht klar, dass er rein spekulativ ist!»»

#### Wie schlimm ist die Krise wirklich?

Ist also nun die gegenwärtige globale Krise eine Krise des Handels mit Kreditausfallrisiken? Oder eine Krise der hypothekarisch besicherten Wertpapiere? Oder ist es eine allumfassende Krise?

Satyajit Das sagt: «Vor weniger als achtzehn Monaten erklärte der Zentralbankchef Bernanke vor dem Bankenausschuss, dass seiner Auffassung nach die Verluste aus der Hypothekenkrise bei rund 50 Millionen Dollar lägen und dass man die Probleme im Griff habe. Und der Mann ist nicht dumm. Die Tatsache, dass er so weit danebenliegen konnte, ist äusserst beunruhigend. Grundsätzlich ist die Welt einfach viel zu hoch verschuldet. In den letzten dreissig Jahren ist die Menge der Schulden im Finanzsystem regelrecht explodiert. Problematisch daran ist, dass die Masse dieser selbstgeschaffenen Schulden durch die Finanzingenieure ungeheuer kompliziert worden ist. Es wird zu Verlusten von unvorstellbarem Ausmass kommen. Wenn die Wirtschaftshistoriker dereinst die Geschichte unserer Epoche schreiben, werden sie sich den Schlamassel ansehen und sagen: «Wie, um Gottes willen, haben die das hingekriegt?»»

*Alex Blumberg und Ira Glass sind Produzenten der Radioshow «This American Life», Adam Davidson ist Wirtschaftsredaktor von National Public Radio; sie leben in Chicago. Übersetzung: Robin Cackett, Berlin.*

*Dieser Artikel ist ein bearbeitetes Transkript der Radiosendung «Another Frightening Show About the Economy», ausgestrahlt am 3. Oktober 2008. «This American Life» wird produziert von Chicago Public Radio und verbreitet von Public Radio International. «This American Life» ist eine geschützte Marke von Chicago Public Radio und Ira Glass. Diese Sendung war eine Zusammenarbeit zwischen «This American Life» und NPR News. Die Sendung gibt es für 95 Cent als MP3-File zum Anhören im Internet:  
[http://www.thisamericanlife.org/Radio\\_Episode.aspx?sched=1242](http://www.thisamericanlife.org/Radio_Episode.aspx?sched=1242).*

Für 94 Franken pro Jahr gibt es NZZ Folio auch im Abonnement. Näheres [hier](#).

Urheberrecht gilt auch im Internet: Verlinken erlaubt, Kopieren verboten.

**[Besser als Bundesanleihen](#)**

7.5% Festgeld-Anlage in der Schweiz volle Kapitalverfügbarkeit  
[www.geneveinvest.com](http://www.geneveinvest.com)

**[Institut Sonnenberg](#)**

Private Primar- und Sekundarschule mit Ganztagesbetreuung in Vilters.  
[www.institutsonnenberg.ch](http://www.institutsonnenberg.ch)

**[1 Monat bis 16kg abnehmen](#)**

der schnelle Weg zur Fitness! Der neue Fettkiller. 100% Garantie.  
[fitness.Slim-Line.info](http://fitness.Slim-Line.info)

**[Finanzkrise 2009](#)**

Wie Sie mit meiner Geheim-Strategie in jeder Börsenlage Gewinne machen  
[www.Trend-Trader.de](http://www.Trend-Trader.de)

Google-Anzeigen