

Spekulation – die hohen Kosten des Marktmechanismus

Franz Garnreiter – Referat isw-Seminar Finanzkapital Oktober 2008

Die wirtschaftliche Zukunft ist in einer Marktwirtschaft für jeden Teilnehmer grundsätzlich unsicher, nicht nur aus sachlich-objektiven Gründen, sondern auch wegen Änderungen des Marktumfeldes. Von daher existiert ein nachvollziehbares Bedürfnis nach Absicherung, z.B. der künftigen Kosten für Rohstoffe oder der Versicherung gegen einen Kreditausfall. Hier treten die Spekulanten auf. Die Spekulanten als Teilnehmer auf Spekulationsmärkten versuchen, künftige Marktentwicklungen, also etwa die künftigen Rohstoffpreise, frühzeitig zu erkennen und davon zu profitieren. Die erfolgreiche Spekulation soll so die Anpassung der Märkte an neue Informationen, an neue Rahmenbedingungen fördern und beschleunigen. Also müssten von der Spekulation positive, wohlfahrtssteigernde Impulse auf die Gesamtwirtschaft ausströmen. Genau das behauptet auch die herrschende Wirtschaftswissenschaft und sehr viele ihrer Journalisten.

Ich möchte diese fröhlich-problemlose Position hinterfragen und aufzeigen, dass umgekehrt die Spekulationsmärkte der Gesamtgesellschaft enorme Kosten aufbürden. Ich möchte diese Problematik an **den 2** Beispielen beleuchten, die in der Krisenentwicklung der letzten beiden Jahre das Geschehen maßgeblich geprägt haben. So unterschiedlich sie sind – beide haben sie die Lebenssituation von breiten Bevölkerungsteilen nachhaltig beeinflusst und verschlechtert. Es ist die Rohstoffspekulation, die im Frühjahr dieses Jahres heftig diskutiert wurde, und es ist die Subprime-Krise in den USA, die Vergabe von Krediten, die von vornherein nicht bezahlbar waren. Von ihr ging die weltweite Abwärtsspirale auf den Finanzmärkten aus, erst ganz leise und undramatisch, dann doch an Brisanz zunehmend und heute in einen panikartigen, kaum mehr zu bremsenden Strudel mündend.

Ich beginne mit der Rohstoffspekulation. Im Moment ist eine Diskussion etwas ins Hintertreffen geraten, die vor einem halben Jahr viele beschäftigte: Die Frage nach der Preissteigerung bei Rohstoffen.

HWWI-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe (US\$-Basis)

HWWI Commodity Price Index (US\$ basis)



2000 = 100. Monatsdurchschnitte (der Durchschnitt für den letzten ausgewiesenen Monat ist unvollständig, solange der Monat nicht abgeschlossen ist).

Monthly averages (the average for the last month shown is incomplete until the end of the month).

© HWWI

Die Darstellung zeigt bis zur Jahresmitte 2008 einen starken Anstieg der Rohstoffpreise. Bei Rohöl lag der Preisanstieg 2000 bis 2007 im Jahresdurchschnitt bei 14 %, in den 12 Monaten bis Juni 2008 aber bei über 90 %, bei Nahrungsmitteln lag sie bei 8 % bzw. bei 60 %. Dies ist ein Durchschnittswert, der verdeckt, dass z.B. der Weizenpreis im internationalen Handel in den letzten beiden Jahren um 250 % zunahm, der Maispreis um 150 % und der Sojabohnenpreis ebenfalls um 150 %.

Was sind das für Märkte, diese Spekulationsmärkte

Es gibt einen zentralen Unterschied zwischen den Märkten, die Spekulanten nicht attraktiv finden (Märkte für Dachziegel, Fahrräder, Schuhe, Bleistifte usw.), und den anderen Märkten, auf die Spekulationskapital bevorzugt strömt (Märkte für Rohstoffe, Aktien, Devisen, Zinsdifferenzen, Kreditrisiken usw.):

Spekulationsmärkte sind Terminmärkte. Auf Terminmärkten werden Verträge abgeschlossen über in der **Zukunft** liegende standardisierte Handelsgeschäfte: beispielsweise der Kauf von einer Million Fässer Rohöl mit Standard-Nordsee-Qualität zum Preis von 100 \$ pro Fass mit Lieferung im Oktober 2010 an der Anlandestelle Rotterdam.

Auf den nichtspekulativen, normalen Märkten gibt es nur einen Preis, nämlich den Gegenwartspreis; der Terminhändler sagt: den **Kassapreis**.

Auf Terminmärkten sieht die Sache dagegen völlig anders aus. Neben dem Kassapreis hat man einen **Terminpreis** bzw. je nach Liefertermin viele Terminpreise für dieselbe physische Ware. Ökonomisch sind das unterschiedliche Waren, daher unterschiedliche Preise: Nämlich ein heute verfügbares Fass Öl ist etwas anderes als ein in drei Monaten verfügbares, und das wiederum ist etwas anderes als ein in drei Jahren verfügbares Fass. Aber die Preise hängen voneinander ab und das macht die Sache für die Spekulanten interessant.

Die Preisbildung auf dem Terminmarkt

Jeder Terminkauf und Terminverkauf ist eine **Wette auf die Zukunft**, auf den zukünftigen Kassapreis. Jeder Terminvertrag setzt einen Kaufwilligen voraus, der, z.B. in 6 Monaten, einen Kassapreis erwartet, welcher dann höher ist als der heutige Terminpreis mit Lieferung in 6 Monaten. Und er setzt einen Verkaufswilligen voraus, der einen Kassapreis niedriger als den heutigen Terminpreis erwartet. Beide rechnen mit Gewinn.

Hat der Käufer recht, dann kann er sich heute billiger mit Ware eindecken, als er in 6 Monaten zahlen müsste; hat der Verkäufer recht, dann erhält er heute mehr für seine Ware, als er in 6 Monaten erhalten könnte. Für den Terminhandel mit sehr vielen Marktteilnehmern im anonymen Markt wurden

Warenterminbörsen eingerichtet. Wie beim Aktienhandel Aktienkäufer und -verkäufer, so stehen an der Warenterminbörse – ebenso anonym – Interessenten an einem in der Zukunft liegenden Warenverkauf Interessenten an einem ebensolchen Warenkauf gegenüber.

Auf den Terminmärkten macht es nun allerdings überhaupt keinen Unterschied, aus welchen **Motiven** ein Käufer oder ein Verkäufer auftritt: ob er wirklich physisches Öl oder physischen Weizen in 12 Monaten beziehen oder verkaufen will, oder ob er reiner Spekulant ist und davon ausgeht, dass er seinen Terminkauf vor dem Ablauf der Terminfrist gewinnbringend weiter verkaufen kann, weil der Ölpreis oder der Weizenpreis bis dahin höher liegen wird als der von ihm gezahlte Preis. Unabhängig von der Motivation der Marktteilnehmer führt jedes Auftreten eines neuen Terminkäufers bzw. eines Terminverkäufers zu erhöhter Nachfrage bzw. zu erhöhtem Angebot auf dem Terminmarkt. Das beeinflusst selbstverständlich den Warenpreis, in unserem Fall den Terminpreis.

Zum Einfluss der Spekulanten auf die Preisentwicklung

Um den Einfluss der Spekulanten auf die Preisentwicklung zu beurteilen, müssen wir zunächst einen **extremen Anstieg von Geldkapitalzuflüssen in den Rohstoffbereich** feststellen. Das sind Fonds der verschiedensten Art (insbesondere Hedgefonds, aber auch „normale“ Investmentfonds und Pensionsfonds), die auf zukünftige Preisbewegungen von Rohstoffen spekulieren. Angelockt durch hohe Spekulationsprofite schon bei geringen Preissteigerungen strömte in den letzten Jahren Kapital mit einer geradezu explosionsartigen Beschleunigung in diesen Bereich. 2003 noch beliefen sich die weltweit zur Spekulation im gesamten Rohstoffbereich angelegten Gelder auf 13 Mrd. \$ (Masters 2008, S. 2). 5 Jahre später, im Frühjahr 2008, haben sie sich je nach Zählung auf 260 Mrd. \$ verzwanzigfacht oder sogar auf 400 Mrd. \$ verdreißigfacht.

Die New Yorker Nymex-Börse ist die weltweit bedeutendste Warenterminbörse mit einem Anteil von vielleicht einem Viertel an allen Warentermingeschäften. Für sie wurde in diesem Frühjahr eine Untersuchung veröffentlicht über die Verteilung der Spekulationsgelder auf die einzelnen Waren. Danach hatten Anfang 2008 die rein spekulativ orientierten Finanzinvestoren allein an dieser Börse eine Terminnachfrage unter Kontrolle im Umfang von über 200 Mrd. \$.

Diese Summe ist zu 60 % in Energie und zu 30 % in Ackerbauerzeugnissen angelegt (Weizen, Soja, Baumwolle ...).

Wenn man diese Terminnachfrage der Spekulanten mit der jeweiligen Weltjahresproduktion der einzelnen Erzeugnisse vergleicht, dann kann man feststellen, dass allein an der Nymex die Spekulanten zum Beispiel

Öl in Terminkontrakten in einem Umfang gekauft haben, der fast 4 % der Weltjahresproduktion von Öl entspricht. Das sind 140 Millionen Tonnen und damit so viel, wie in Deutschland jährlich verbraucht wird. Diese Nachfrage war früher, vor dem massenhaften Zufluss von Spekulationskapital, nicht vorhanden. Es ist also innerhalb weniger Jahre allein an der Nymex eine zusätzliche und preistreibende Ölnachfrage für künftige Lieferung in Höhe eines gesamten deutschen Verbrauchs zu verzeichnen.

Noch viel extremer ist es bei anderen Waren. Spekulanten an der Nymex halten per Terminvertrag Kaffee im Umfang von 14 % einer Weltjahresproduktion, Mais im Umfang von 8 %, Soja von 12 %, Weizen von 6 % und Silber gar im Umfang von 38 % einer Jahresproduktion. An der Warenterminbörse in Chicago halten Finanzanleger Termin-Getreide in Höhe der Hälfte der gesamten physischen US-Lagerbestände.

Ich will nun nicht versuchen aufzuspalten, wie viel von den verschiedenen Preissteigerungen jeweils auf die durch die Spekulanten bewirkte Terminnachfrage zurück zu führen ist. Das ist kaum machbar. Aber klar ist meines Erachtens auf alle Fälle, dass diese sehr hohe und in wenigen Jahren kumulierte zusätzliche Marktnachfrage – zusätzlich zur direkten physischen Nachfrage – einen massiven preissteigernden Einfluss haben muss.

Die Kosten der Spekulationsmärkte

Ich komme zu den Kosten der Spekulationsmärkte, den Kosten, die von der Bevölkerung getragen werden müssen.

Die weltweiten Probleme im Rohstoffbereich sind offensichtlich. Wir wissen, dass das weltweite Ölangebot in diesen Jahren sein Maximum erreichen und dann abnehmen wird. Wir wissen, dass die landwirtschaftlich zur Ernährung genutzte Fläche abnehmen wird – sei es durch klimabedingte Erosion und Bodenverschlechterung, sei es durch die Konkurrenz anderer Nutzungsarten wie Ausbreitung der Städte oder Anbau von Pflanzen in die Energienutzung. Auf der anderen Seite erhöht sich nach wie vor die weltweite Nachfrage nach Energie, nach anderen Bodenschätzen, nach Nahrungsmitteln.

Den Agenten des Finanzkapitals signalisiert das, dass im Rohstoffbereich zukünftig und langfristig Knappheiten zu erwarten sind. Knappheiten bedeuten in der Marktwirtschaft Preissteigerungen. Absehbare Preissteigerungen bedeuten auf Terminmärkten Chancen für Spekulationsgewinne. Ich habe dargestellt, dass das Spekulationskapital – gemessen an den Wachstumsraten – in einer regelrechten Sturzflut in den letzten paar Jahren in die Rohstoffmärkte geflossen ist. Trotzdem: Angesichts der grob in etwa 100.000 Milliarden \$, die das weltweit angelegte Geldkapital heute umfasst, nehmen sich die paar Hundert Milliarden \$ Rohstoffspekulation gering aus. Es ist nicht mehr als ein Drittel Prozent. Hört man nun aber die Finanz-Analysten, dann empfehlen sie dringend eine Diversifizierung der Depots und Portfolios in Richtung Rohstoffe. 3 % Anteil im Depot mindestens, besser 10 % sollten Rohstoffe schon umfassen. Wenn man sich nun vorstellt, dass diese Berater weiterhin auf offene Ohren stoßen, dann wird der Zustrom von Spekulationsgeldern nicht abebben, sondern er wird sich auf Dauer vervielfachen, womöglich auf das Zehnfache.

Wenn das passiert, dann werden die Welt-Rohstoffmärkte von den Spekulationsmilliarden überrollt werden. Dann werden die Preissteigerungen aus den realen Knappheitsverhältnissen noch viel mehr durch die zusätzliche spekulative Nachfrage überhöht und auf die Spitze getrieben. Dann konkurriert – noch mehr als heute schon – die durch die Flut der Spekulationsmilliarden bewirkte Nachfrage mit der Nachfrage der Milliarden Menschen, die von einem oder 2 \$ am Tag ihr Leben bestreiten müssen. Natürlich führt auch diese Konkurrenz zu einer marktwirtschaftlichen Lösung: sie heißt – unter anderem – Hunger und Versteppung. Jahrzehntlang sank kontinuierlich die Anzahl der Hungernden nach der UNO-Statistik, viel zu langsam zwar, aber immerhin. Der Tiefpunkt wurde mit ungefähr 820 Millionen um die Jahrtausendwende erreicht. Seither steigt die Anzahl der Hungernden. Allein in den letzten beiden Jahren bis 2007, so sagt die FAO, die UNO-Organisation für Nahrungsmittel und Landwirtschaft, stieg die Zahl der Hungernden um 75 auf 940 Millionen. Die Nahrungsmittelhochpreise gaben dieser Entwicklung den nötigen Schub. Der Anstieg auf 1 Milliarde ist absehbar – mehr Hungernde als je seit vielen Jahrzehnten in dieser reichen Welt. Hier wird marktwirtschaftlich ganz korrekt das viel zu niedrige Kaufpreisgebot der 2-\$-Besitzer von den sehr viel höher dotierten Kaufpreisgeboten der Rohstofffonds und auch der Biodieselhersteller auskonkurriert.

Dasselbe bei Energie. 40 % der Weltbevölkerung haben heute überhaupt noch keinen oder kaum einen Zugang zu kommerzieller Energie – hat vielleicht grad mal Batterien fürs Radio oder ein paar Kohlen zum Kochen. Bei den spekulativ überhöhten Ölpreisen wird der Porschefahrer seufzen, und in Afrika und in Indien werden sich noch viel mehr Menschen auf die Wanderung machen, um ein bisschen Feuerholz im versteppten, verwüsteten Land zu finden. Auch das ist ganz zweifellos ein im Sinne der Marktkonkurrenz gerechtes und richtiges Marktergebnis.

Aber nicht mal dann wird es wirklich gut, wenn die Spekulationsblase platzt – was im Moment gerade der Fall ist. Die aufziehende Rezession lässt den Ölbedarf krisenbedingt sinken, die Weizenernte fällt in vielen

Weltgegenden heuer überdurchschnittlich gut aus. Grund genug für den Spekulanten, auf Preisverfall zu wetten, statt Terminkäufe Terminverkäufe zu buchen, also Leerverkäufe von Öl, Weizen usw. So wie der Spekulant bis zum Sommer die Preise in die Höhe getrieben hat, so drückt er seither die Preise in den Keller. Die Spekulation überdreht die Preisschwankungen ins Extrem. Mit diesen überdrehten Preissignalen kann der reale Produzent nichts anfangen, am wenigsten der Bauer. Mit seinem naturbedingt zeitraubenden Pflanzenwachstum hat er keine Chance, mit der Börsengeschwindigkeit des Finanzmarktes mitzuhalten. Auf diese Preisimpulse kann er nie schnell genug – mit Anbauausweitung oder Anbaueinschränkungen – reagieren. Marktwirtschaftlich kann er nur Fehler machen. Diese überdrehten Preisschwankungen können die reale Produktion nicht sinnvoll steuern.

Die Subprime- und Kreditrisiko-Spekulation

Ich möchte nun zur zweiten Darstellung von Spekulationskrisen und ihren Kosten kommen, nämlich zur Spekulation mit Krediten und Kreditrisiken, den so genannten Kreditausfall-Ausgleichszahlungen, im Englischen Credit Default Swaps, CDS – dies anhand der US-Subprime-Krise.

Die jetzt so panikartig explodierende Finanzkrise hatte ihren wichtigsten Ursprung in den USA in der Vergabe von so genannten Subprime-Darlehen für Wohnungsbauzwecke. Subprime bedeutet hier: schlechter als erster, primärer Standard; es bedeutet ein Darlehen mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit. Die Subprime-Darlehen waren im amerikanischen Wohnungsbau Markt die Vergabe von Hypothekenkrediten, deren Rückzahlbarkeit für die Darlehensgeber ohne Belang war. Das ist ganz offensichtlich unwirtschaftlich, bezogen auf die Gesamtwirtschaft. Wie kann so was passieren in einer Marktwirtschaft, die doch hoch effizient sein will und Unproduktivitäten vermeiden will? Zwei Dinge stehen hier im Kern der Betrachtung: Zum Einen ist es der spekulative Handel mit Krediten und mit den Risiken von Krediten, was vor etwa 10 Jahren erfunden wurde und seither als fundamentaler Bestandteil des freien Marktes in der Finanzwirtschaft gilt. Zum Anderen: Die Theorie der Marktwirtschaft setzt bei allen Marktteilnehmern volle und gleiche Information über alle relevanten Umstände voraus. Wenn das die Realität wäre, dann könnte niemand Interesse an Subprime-Darlehen haben. Die Realität sieht aber anders aus.

Mit der Vorgeschichte müssen wir uns nicht lange aufhalten. Das niedrige Zinsniveau in den USA nach dem letzten Aktiencrash 2002 stimulierte die Nachfrage nach Wohnimmobilien. Dadurch stiegen die Hauspreise stark und anhaltend. Besser betuchte Bürger konnten ihre Wohnsituation schrittweise verbessern. Sie bauten ein neues größeres Haus und verkauften dann ihr bisheriges zu den während der Bauzeit angestiegenen Preisen. Auf der Suche nach immer neuen kauf- und bauwilligen Kunden fanden die Banken und die Immobilienmakler schließlich ärmere Bevölkerungsschichten. Die Banken wurden damals von der US-Regierung sehr gelobt ob ihrer sozialen Einstellung, dass sie auch der ärmeren Bevölkerung den Aufstieg in ein besseres Leben ermöglichten.

Einstieg

Der Einstieg in die Subprime-Krise war das Werk von Immobilienmaklern und Finanzierungsvermittlern. Ihr Interesse bestand ausschließlich darin, Kaufinteressierte zu finden und ihnen ein möglichst hohes Darlehen aufzuschwätzen. Der Makler kassierte im Vermittlungsfall eine satte Prämie und war den Fall los. Irgendwelche Risiken oder Zukunftsprognosen interessierten ihn überhaupt nicht.

Wegen geringer Spargelder benötigten diese Kunden relativ hohe Darlehen. Teilweise wurden auch diverse Gebühren, Umzugskosten usw. draufgepackt, so dass die Hypothek oft über 100 % der Kaufkosten ausmachte. In den USA ist eine variable Verzinsung (also eine häufige Änderung des Zinssatzes) üblich, gekoppelt mit 2 bis 3 Jahren tilgungsfreier und sogar zinsfreier Anlaufzeit. Dadurch macht das Darlehen anfangs keinerlei Probleme. Die nicht gezahlten Zinsen wurden auf das Darlehen draufgerechnet, das dadurch im Volumen noch zunahm. Das dicke Ende kommt hinterher in Form einer entsprechend viel höheren Zinslast nach den Anlaufjahren. Das sei aber kein Problem, so beruhigte der Makler, da bis dahin der Hauspreis ungeheuer gestiegen sei, und notfalls das Haus mit einem ordentlichen Plus unter dem Strich verkauft werden könne.

Die Banken, die teilweise auf solche Darlehen spezialisiert waren, übernahmen diese Darlehen, zweifellos in dem Wissen um die verheerend schlechte Bonität solcher Kunden, um die hohe Wahrscheinlichkeit einer Zwangsversteigerung. Warum machten sie das, warum nahmen sie so schlechte Risiken in ihre Bücher? Zunächst sorgten sie mit Zinsaufschlägen und Extragebühren für diese schlechten Kunden dafür, dass die Darlehenskonditionen auf dem Papier hervorragend für den Kreditgeber aussahen. Diese geschönten Kredite wurden dann verkauft oder alternativ: es wurde das Kreditrisiko abgegeben.

In beiden Fällen war der tatsächliche Informationsvorsprung der Banken hinsichtlich der Schuldnerqualität – wir erinnern uns: in der Theorie besitzen alle Marktteilnehmer denselben Informationsstand – Gold wert. Die Bank mischte die Darlehen durcheinander, gab ein paar mit guter Bonität hinzu und verpackte sie in handliche Pakete zu je einigen zig Millionen \$. Für den Verkauf benötigte sie das Zertifikat einer Ratingagentur. Eine Ratingagentur ist ein Unternehmen – ähnlich wie ein Wirtschaftsprüfer –, das darauf spezialisiert ist, die Zahlungssicherheit bzw. die Zahlungsausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens oder einer Anleihe oder auch eines ganzen Staates einzuschätzen. Die Ratingagentur war sehr an Folgeaufträgen interessiert und weniger daran, die komplexen Kreditpakete zu entwirren und die kleinen Kreditbestandteile bonitätsmäßig zu analysieren, so dass sie im wesentlichen den Angaben der Bank vertraute und dem Kreditpaket eine ordentliche Qualität bescheinigte. Später in der Krise stellte sich raus, dass auch die übelsten Schrottpakete praktisch alle mindestens das Rating A oder besser bekamen – also eine recht ordentliche bis sehr gute Bonität. Waren diese Kredite gewinnbringend verkauft, also aus den Büchern der Bank gestrichen, konnten neue Subprime-Fischzüge gestartet werden.

Käufer dieser Kreditpakete waren häufig Hedgefonds. Sie besorgten sich sehr billige Kredite in japanischen Yen, nahmen noch den Vorteil der Yen-Abwertung gegenüber dem \$ mit, und kauften diese hoch gerateten und trotzdem mit einer sehr hohen Verzinsung ausgestatteten Kredite. Die Hedgefonds hätten stützt werden können: Da gab es Kreditpakete, denen eine hohe Kreditsicherheit bescheinigt wurde, die schon – teilweise ein paar Mal – gewinnbringend verkauft wurden, und die dennoch eine sehr hohe Rendite bringen sollten. Nach den üblichen Ratschlägen sollte solchen Angeboten mit großem Misstrauen begegnet werden. Aber die Finanzartisten in den Hedgefonds haben mehr Möglichkeiten: nämlich die Vernichtung des Kreditrisikos per Credit Default Swaps, CDS.

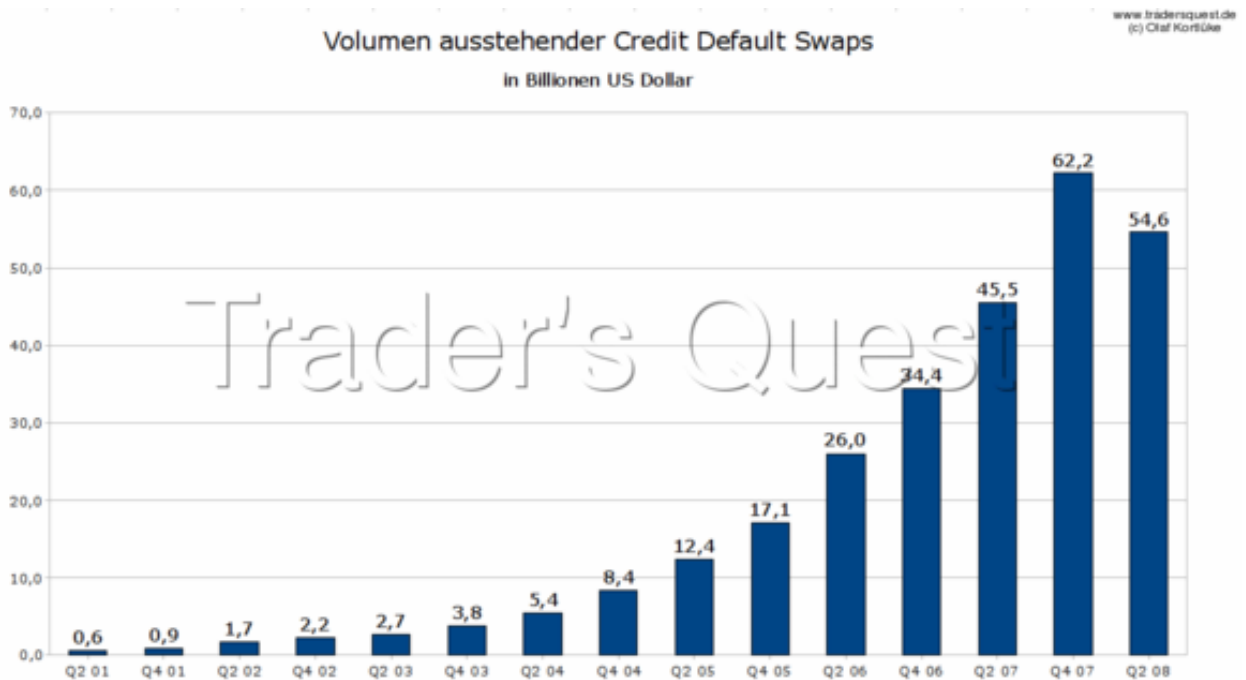
CDS – der Handel mit Kreditrisiken

Ein **Swap** ist eine Vereinbarung zweier Vertragsparteien über den Tausch von Zahlungsströmen. Ein CDS, ein Kreditausfall-Swap, ist so was Ähnliches wie eine Versicherung, nämlich eine Wette auf die Zahlungsfähigkeit eines oder mehrerer Schuldner. Ein CDS ist, wenn z.B. eine Bank als Darlehensgeber und so genannter CDS-Käufer eine bestimmte Zeit lang (üblich sind 6 Jahre Laufzeit) Prämien an einen so genannten CDS-Verkäufer zahlt (also quasi Versicherungsprämien), und für den Fall, dass ein bestimmter Schuldner zahlungsunfähig wird, dieser CDS-Versicherungsgeber einen vereinbarten Ausgleich zahlt. Das sind frei ausgehandelte, unreglementierte Geschäfte, also Marktwirtschaft pur. Es hat sich schnell eingebürgert, dass man bei einem Swap nicht an ein konkretes Darlehen der Bank gebunden ist, sondern auf die Zahlungsfähigkeit irgendeines anderen konkreten Hypothekenschuldners wetten kann, oder auch auf einen abstrakten, synthetischen Hypothekenschuldner mittlerer Bonität.

Das Ziel der Bank ist, ihre schlechten oder Subprime-Darlehen aufzuwerten. Dazu schließt sie einen CDS ab über die Darlehenssumme, die sie absichern will, überweist Prämienzahlungen und hat damit das Kreditrisiko formaltechnisch nach außen verlagern, auf den CDS-Schutzgeber. Sie hat das Risiko verkauft, zwar nicht in jedem Einzelfall, aber statistisch nach dem Gesetz der großen Zahl. Denn ist der CDS richtig konstruiert, dann ist die Ausfallwahrscheinlichkeit bei den realen konkreten Darlehensnehmern der Bank dieselbe wie beim unterstellten CDS-Schuldner. Statt schlechter Kredite hat die Bank jetzt buchungstechnisch ausfallsichere Super-1A-Kredite. Ob die tatsächlich von der Bank vergebenen Darlehen bedient werden oder doch ausfallen, kann der Bank jetzt egal sein. Mit diesen sicheren Anlagen wird die Bank selbst von der Ratingagentur als noch zahlungssicherer aufgewertet und kann dadurch ihrerseits billigere Kredite von anderen Banken bekommen.

Diese Risikoverlagerung, die durch CDS beabsichtigt wird, wurde über die Jahre hinweg von der herrschenden Ökonomie auf das Überschwänglichste begrüßt. Endlich konnten Banken nach Belieben Risiken behalten oder abgeben oder sogar andere Risiken hinzukaufen. Endlich konnten die Risiken gestreut werden in aller Welt, dabei verwässert und verdünnt werden, oder auch auf Risiko-Liebhaber konzentriert werden usw. Richtig bei alledem ist, dass die Risiken in alle Welt verteilt wurden.

Hedgefonds stehen im Zentrum des CDS-Geschäftes, und zwar sowohl als Prämienzahler wie auch als Prämienkassierer. Das CDS-Geschäft musste sogar überhaupt nicht an irgendeine Darlehen gekoppelt sein, man konnte völlig unabhängig irgendeine Kredit-Konkurs-Wetten eingehen. Es werden CDS-Wetten abgeschlossen über die Zahlungsfähigkeit von Unternehmen, die gar keine Schulden haben. So könnten 2 Hedgefonds auch eine CDS-Wette über den Konkurs des isw eingehen. Es gibt CDS-Wetten über den Unterschied der Zahlungsfähigkeit von 2 Unternehmen, etwa, ob Siemens früher in Konkurs geht als VW oder wie viele DAX-Unternehmen in den nächsten 6 Jahren in Konkurs gehen.



Vor 10 Jahren waren CDS noch gar nicht erfunden. Danach aber ging es steil bergauf. Jährlich ist eine Verdoppelung der CDS-Wettvolumina festzustellen, eine wunderschöne Exponentialkurve. 62.000 Milliarden \$ waren es Ende 2007, den letzten Balken der Grafik lassen wir erstmal weg. Eine unvorstellbare Summe, um die Hälfte mehr als das Welt-Sozialprodukt. Und das Ganze innerhalb weniger Jahre praktisch aus dem Nichts. Das sind die sozusagen versicherten Beträge, die im Schadensfall, also bei Kreditausfall, bezahlt werden müssen. Die jährlichen Prämienzahlungen belaufen sich auf etwa 3 %, also annähernd 2.000 Milliarden \$ wurden 2007 als CDS-Wetteinsatz bezahlt. Die Prämien sind sehr unterschiedlich: Wettet man auf den Konkurs von Argentinien, sind 8 % Prämie fällig, bei einer Wette gegen Lehman Brothers zur Zeit des Zusammenbruchs nur 7 %, dagegen bei AIG 18 %; europäische Banken gelten mit rund 1 % als einigermaßen sicher.

Zum Schaden durch diese Spekulationswirtschaft

Ich möchte nun zum Schluss noch den von diesen bizarren Märkten angerichteten Schaden beleuchten und konzentriere mich dabei auf die Haupt-Geschädigten und auf die Auswirkungen auf die gesamten Volkswirtschaften.

Die **Hauptgeschädigten** des Subprime- und CDS-Wahnsinns sind die amerikanischen Hauskäufer, die sich nie darauf hätten einlassen dürfen. Die glänzenden Versprechungen seitens der Makler und Darlehensverkäufer wurden durch die herauf ziehende realwirtschaftliche Krise aufs Bitterste kontrastiert. Bisher ist noch jede Immobilienpreisblase geplatzt, so auch diese. Steigende Kreditzinsen in den letzten Jahren und nachlassende Immobilienpreise führten für Millionen Hausbesitzer zu einer viel zu hohen Zinsbelastung, gemessen an ihrem Einkommen und gemessen am aktuellen Wert des Hauses. 2006 wurden 1,3 Millionen Häuser zwangsversteigert, weil ihre Eigner die Hypotheken nicht mehr bedienen konnten. 2007 waren es schon 2,2 Millionen. Und 2008 werden es wohl annähernd 3,5 Millionen werden, fast eine Verdreifachung in 2 Jahren. An jedem Arbeitstag räumen die Gerichtsvollzieher 12.000 Wohnungen aus. Diese Millionen Familien sind heute finanziell sehr viel ärmer als vor ihrem Hauskauf-Abenteuer und nach der Zerstörung ihres Lebensraums sicherlich auch weitgehend entmutigt, desillusioniert, zerstört. Leere Wohngebäude und Obdachlosen-Heere in Zeltlagern: das ist das markanteste Ergebnis der amerikanischen Wohnungs- und Kredit-Marktwirtschaft.

Leider ist es nicht das einzige Ergebnis. Die CDS-Prämienraten waren zwar vielleicht angemessen in den boomenden Jahren bis 2006. Aber in der heraufziehenden Rezession mit der Folge zunehmender Zahlungsausfälle auf allen Ebenen; in der Zeit, als bei den Subprime-Krediten, die 2006 mehr als 20 % aller Hypotheken ausmachten gegenüber nur 3 % in 2003, die billigen Anlaufjahre ausliefen; in dieser Zeit da zeigte sich schnell, dass diese Pseudo-Kreditversicherung und Risikoverlagerung den Krisenstürmen nicht stand hielt. Es waren ab 2007 zunächst einige Hedgefonds und einige Banken wie die LB Sachsen, die sich besonders stark oder ungeschickt im Subprime-Sektor und generell in der Kreditspekulation engagierten, die bereits in der ersten Runde zu Boden gingen.

Die Banken hielten sich lange Zeit erstaunlich gut. Aber das 60.000-Milliarden-Gebäude der CDS schwankte und brach schließlich zusammen. Schauen wir auf die letzte Spalte. Wäre das exponentielle Wachstum wie gewohnt weiter gegangen, dann müsste der Balken statt 55 mindestens 80 bis 90 Billionen hoch sein, also um mindestens die Hälfte höher. Was ist passiert? Die anfängliche, für die Gesamtwirtschaft eher noch leichte, Kreditkrise ab 2007 führte dazu, dass sowohl von den CDS-Verkäufern die Prämien laufend nach oben korrigiert wurden wie auch, dass von den CDS-Käufern immer häufiger Kreditausfall-Entschädigungen verlangt wurden. Beides war aber nicht möglich: Mehrfach höhere Prämienzahlungen ließ die Kalkulation der CDS-Sicherungsnehmer nicht zu, und für die Zunahme der Entschädigungszahlungen fehlten den Hedgefonds, die meistens die CDS-Sicherungsgeber waren, jegliche Rücklagen. Sie haben zwar mit den Prämieinnahmen gerechnet, jedoch nicht mit einer massiven Zunahme der Ausfallforderungen.

In guten Zeiten mögen die CDS funktioniert haben, jedenfalls hat man viel Geld damit verdienen können. Jetzt in kritischen Zeiten, wo funktionierende Versicherungen nötig gewesen wären, entwickeln sie sich als „finanzielle Massenvernichtungswaffen“, wie sie der bekannte Spekulant Warren Buffett nannte. Die Folge ist, dass die Banken als CDS-Sicherungsnehmer schwere und überraschende Ausfälle erleiden; dass sie die unnütz und teuer gewordenen CDS auflösen, kündigen, so weit wie möglich, nicht mehr eingehen – genau das wird auf der Grafik sichtbar. Dadurch aber werden ihre jetzt weniger gesicherten Kredite und schließlich auch die Bank selbst hinsichtlich der Bonität herabgestuft. Diese Kredite müssen daher jetzt mit einem höheren Eigenkapitalanteil unterlegt werden – dies in einer Zeit sinkender Gewinne oder steigender Verluste.

Und da wird's richtig kritisch, wenn die vorgeschriebene Mindestausstattung an Eigenkapital von der Bank erreicht oder gar unterschritten wird. Dann müssen in hoher Not, also um fast jeden Preis, Wertpapiere verkauft und mit dem Erlös Verluste ausgeglichen und Schulden getilgt werden, um das Verhältnis Eigenkapital zu Fremdkapital wieder zu erhöhen. So fiel der Preis für die besseren der hin und her verkauften Kreditbündel bald auf 80 % des ursprünglichen Preises. Das macht schon große Probleme. Beim Zusammenbruch der Lehman Brothers wurden solche Papiere (Rating A) dann sogar zu 40 % des Nominalpreises verscherbelt, ohne dass der Zusammenbruch aufgehalten werden konnte. Die schlechteren Kreditbündel, die auf Rating BBB herabgestuft wurden, was normalerweise immer noch ein ordentliches Investment darstellt, stehen teilweise mit unter 10 % in den Büchern. Diese Wertvernichtung in der Bilanz, diese Milliardenabschreibungen auf das Eigenkapital, intensivieren für die Banken erst recht den Zwang zum Notverkauf: um Kasse zu machen, um Schulden tilgen zu können, um den Eigentumsanteil über dem vorgeschriebenen Minimum und die Mindestreserveverpflichtungen zu halten. In einem Dominoeffekt kippen reihenweise die Anlagen und Wertpapiere in immer schlimmere Wertverluste ab. Und da beginnt dann die Panik, wie wir sie seit September erleben: Es reicht nicht mehr, nur die sozusagen schuldigen Kreditbündel abzugeben – das ist das, was die US-Regierung in ihrem 700-Milliarden-Programm anbot – , jetzt müssen auch Aktien und Anleihen von gut gehenden Industriebetrieben und z.B. auch die eigentlich sehr sicheren Pfandbriefe der HRE-Tochter Depfa billig verkauft werden. So fielen auch die Kurse von normalen Unternehmensanleihen sowie auch die von Staatsanleihen jenseits der G7 drastisch wie ein Stein. Betroffen waren vor allem auch Börsen und Kapitalmärkte von Entwicklungsländern von dem Zwang, das Kapital heim zu führen in die USA, und die Bilanzen durch Schuldentilgung wieder ins rechte Lot zu rücken. In Ländern wie Korea, Argentinien, Ungarn sind deutliche Zeichen einer Kapitalflucht zu sehen, die an die Asienkrise 1997 erinnern. Der IWF freut sich schon, wie früher diesen Ländern mit seinen Strukturellen Anpassungsprogrammen bei der Bewältigung der Probleme zu Hilfe zu eilen.

Wie viele Hunderte oder Tausende Milliarden den Volkswirtschaften der Welt, den arbeitenden Menschen, an Kosten aufgenötigt werden, ist heute noch völlig unabsehbar. Gelder, mit denen wir bei der Abwendung der Klimakatastrophe einen großen Schritt hätten vorwärts kommen können.

Der ehemalige Weltbankökonom Nicholas Stern sagte zu Recht: „Der Klimawandel ist der größte Fall von Marktversagen, den die Welt je gesehen hat“. Das Marktversagen, das uns die Finanzmärkte derzeit bescheren, dürfte nur wenig dahinter zurück bleiben.