

Finanzkrise

Die Söhne der Lehman Brothers

In den Tiefen der Kapitalmärkte platzen genau jene Deals, die zur Finanzkrise geführt haben. Was hat das zu bedeuten? von Heike Buchter

DIE ZEIT N° 39/2014
2. Oktober 2014



Ein Mann vor der Zentrale von JP Morgan Chase in New York | © Andrew Burton/Getty Images

Auch ohne Kriege und Krisen wäre diese Nachricht aus dem Sommer öffentlich kaum beachtet worden: "Steigende Ausfälle am Repo-Markt." Insider aber wussten um die Gefahr. Nervös fanden sich Vertreter der amerikanischen Notenbank, Finanzmanager und Investoren trotz der Ferienzeit Anfang August im Washingtoner Hay-Adams-Hotel ein, nicht weit vom Weißen Haus, um über die Vorkommnisse zu beraten. Schließlich ging es um ein explosives Gemisch, dem das weltweite Finanzsystem schon einmal zum Opfer fiel.

Über die Gründe der Krise 2008 ist viel berichtet worden: Schulden, Häuserpreise, Bankenzocker, politisches Versagen. Alles richtig, doch erst der Markt, über den die Wackelhypotheiken ins Herz des Finanzsystems gelangten, machte das Desaster möglich: der Repo-Markt. Früher war er nur eine Randerscheinung, ein Verleih von Wertpapieren, die "von Jungs aus Brooklyn beherrscht wurde, als das noch ein Arbeiterviertel war", wie es ein Veteran der Branche formuliert. Ausgerechnet dieses unglamouröse Geschäft ist zum neuralgischen Punkt des modernen Finanzmarkts geworden.

Wie das geschehen konnte? Weitgehend unbeachtet hat sich eine Revolution im Bankenwesen vollzogen. Beim klassischen Geschäftsmodell nimmt die Bank das Geld von Sparern, die dafür mit Zinsen belohnt werden, und verleiht es zu einem höheren Zinssatz weiter – das Brot-und-Butter-Geschäft sozusagen. Dieses Geschäft gibt es zwar heute noch, aber dann entdeckten die Banker der Wall Street eine lukrativere Art, Geld zu verdienen. Man kann es die Champagner-und-Kaviar-Variante nennen. Statt selbst an die Unternehmen Geld zu verleihen, wurden sie Kapitalvermittler und halfen den Unternehmen, sich über die Ausgabe von Aktien und Anleihen die nötigen Finanzmittel zu verschaffen. Statt Zinsen kassierten sie Gebühren.

Auch die andere Seite des klassischen Modells, die Sparer, wanderte ab. Statt das Geld der Bank zu geben und auf dem Sparbuch zu horten, wurden sie angelockt von Geldmarktfonds, die ihnen höhere Zinsen *und* Sicherheit versprachen. Gerade Großanleger wie Pensionsfonds und die Finanzabteilungen großer Konzerne brachten ihr Kapital dorthin.

- Wie begann die Euro-Krise?

Auch die Europäische Zentralbank nutzt den Repo-Mechanismus: Banken können bei ihr Wertpapiere hinterlegen und erhalten dafür Kredit. Dieser Mechanismus entwickelte fatale Nebenwirkungen – und löste letztlich die Euro-Krise aus. Zu dem Schluss kommen Simon Johnson, der frühere Chef-Ökonom des Internationalen Währungsfonds, und Peter Boone, Dozent an der London School of Economics.

Der Kardinalfehler sei gewesen, sagen die Experten: Die Zentralbanker machten keinen Unterschied zwischen den Anleihen Griechenlands oder Spaniens und denen Deutschlands. Folglich erhielten europäische Banken neuen Kredit, egal, welche Papiere sie als Pfand anboten.

Vor allem kleinere Mitgliedsländer nutzten die Möglichkeit, nahezu grenzenlos Staatsanleihen auszugeben. Ohne Repo-Geschäfte hätte Griechenland nie derart hohe Schulden anhäufen können, meint Johnson. Die Banken rissen sich darum, Staatsanleihen zu zeichnen, hinterlegten sie bei der Zentralbank und nutzten die Mittel, die sie im Gegenzug bekamen, um großzügig Kredite zu vergeben. In Spanien führte das zu einer verheerenden Immobilienblase. Der Rest ist auch in Europa – Geschichte.

Die Banken passten sich an und kamen mit den neuen Rivalen ins Geschäft. Sie liehen sich Geld von den Geldmarktfonds. Als Sicherheit hinterlegten sie Wertpapiere wie Staatsanleihen und Hypotheken, über die sie verfügten. Mit dem geliehenen Geld konnten die Banken dann mehr Kredite vergeben.

Das ist das Repo-Geschäft: Banken leihen sich Geld von den Geldmarktfonds. Diese erhalten als Pfand dann Wertpapiere. Technisch läuft das so, dass die Bank die Wertpapiere an den Fonds verkauft – mit dem Versprechen, sie zu einem späteren Zeitpunkt zurückzukaufen. Repo steht deshalb für *repurchase agreement* – die Übereinkunft zum Wiederkauf.

Das neue System war so erfolgreich, dass es nur durch einen Mangel an Wertpapieren begrenzt wurde, die von den Banken als Pfand eingesetzt werden konnten. So kamen die Banken auf die Idee, das Geschäft mit Hypotheken anzukurbeln. Amerikanische Hypotheken schienen ideal – praktisch so sicher wie Staatsanleihen, nur höher verzinst. Die Banken liehen sich also Geld gegen Hypotheken, und mit den geliehenen Mitteln finanzierten sie neue Hypotheken, die sie wiederum bei den Gläubigern hinterlegten, um mehr Geld zu bekommen.

Zunächst schienen Banken und Fonds eine nicht zu bremsende Geldmaschine geschaffen zu haben. Als 2007 aber die Immobilienblase platzte, erfasste die Geldmarktfonds die Angst: Was war mit ihren Repo-Pfändern? Wie sicher waren ihre Sicherheiten wirklich?

Um das Risiko zu mindern, forderten die Fonds als Gläubiger erst einmal mehr Sicherheiten von den Banken. Das brachte wiederum die Banken in die Klemme: Sie mussten quasi über Nacht Mittel auftreiben, um die neuen Forderungen zu befriedigen. Doch sie hatten keine Reserven dafür. Also verkauften die Banken hektisch Wertpapiere aus ihren Beständen, Anleihen und Hypotheken ebenso wie Aktien. Die Preise für all diese Wertpapiere fielen daraufhin. Das löste einen neuen Angstschub bei den Fonds aus. Denn vom allgemeinen Preissturz waren wiederum auch die Wertpapiere betroffen, die sie als Sicherheiten von den Banken entgegengenommen hatten. Ihr Pfand war plötzlich weniger wert. Die Folge: Sie forderten weitere Sicherheiten von den Banken, bis der Druck zu groß wurde. Im September 2008 musste Lehman Brothers Insolvenz anmelden. Das Pfänderspiel der Hochfinanz war zusammengebrochen.

Die Gefahr durch Repo ist bis heute nicht gebannt

Für den Finanzhistoriker Gary Gorton ist der Kollaps von 2008 die moderne Variante eines Runs auf die Banken – nur dass keine aufgeregten Kunden die Kassierer um Auszahlung ihrer Einlagen bestürmten, sondern der Ansturm der Repo-Gläubiger auf die Banken hinter den Fassaden der Wall Street stattfand. Ein weiterer Unterschied: die enormen Summen. Bis zu zehn Billionen Dollar schwappten vor der Krise durch den Repo-Markt. Und nach Gortons Kalkulation sahen sich die Banken über Nacht Forderungen von zwei Billionen Dollar gegenüber. Aufgeschreckt, wollten die amerikanischen Notenbanker nach der Krise die Gefahr entschärfen. Doch die eingerichtete Arbeitsgruppe kam zu keinem Ergebnis und wurde 2012 aufgelöst. Statt neuer Regeln gab es "Empfehlungen" an die Banken.

Die Gefahr durch Repo ist bis heute nicht gebannt. Täglich wechseln auf dem wichtigsten Repo-Markt, wo sich unter anderen Goldman Sachs, Citigroup und Deutsche Bank einen großen Teil ihrer Finanzierung besorgen, rund 1,8 Billionen Dollar den Besitzer. Das entspricht dem Bruttoinlandsprodukt von Indien. Nach wie vor laufen 52 Prozent der Bankverbindlichkeiten über Repo – vor der Krise waren es 59 Prozent.

Was selbst an der Wall Street kaum bekannt ist: Garantiert wird all das von nur zwei amerikanischen Banken – JPMorgan Chase und der Bank of New York Mellon. Nur sie sind für die Abwicklung der Repo-Geschäfte zuständig, bei ihnen liegen die verpfändeten Wertpapiere im Depot. Wenn eine Bank einem Geldmarktfonds diese Papiere als Sicherheit überlässt, werden sie vom Konto der Bank auf das Konto des Geldmarktfonds umgebucht – bis der Kredit beglichen wird und die Papiere den umgekehrten Weg gehen. Normalerweise reine Routine.

Es sei denn, eine Bank ist angeschlagen und findet keinen Partner mehr für ihr Geschäft. Dann werden de facto JPMorgan oder New York Mellon zum Finanzier. Sie haben die Wertpapiere im Depot und stehen als Gläubiger da. In einer Krise kann genau das eine Abwicklungsbank zusammenbrechen lassen. Sie geben Instituten Kredit, die keinen anderen Partner finden – und haben nur hinterlegte Wertpapiere, deren Kurse gerade nach unten krachen. Aus dieser Falle kommen sie dann nicht mehr raus. Das ist zwar nur ein Szenario. Aber es hat einen historischen Vorläufer: Im März 2008, also ein halbes Jahr vor Lehman, stand die Investmentbank Bear Stearns vor dem Aus. Wegen anhaltender Gerüchte über Hypothekenausfälle und Liquiditätsengpässe fand sie keinen Partner mehr: Kein Fonds wollte mehr mit ihr zu tun haben. Die Abwicklungsbanken drohten bei einem Aus von Bear Stearns auf den Sicherheiten sitzen zu bleiben. Bis heute schaudert es Wall-Street-Experten bei dieser Aussicht. Im letzten Augenblick griff die amerikanische Notenbank ein und organisierte den Notverkauf von Bear Stearns.

Heute gibt es neue Regeln. Vor allem ist die Zeitspanne, während der die Abwicklungsbanken die verpfändeten Wertpapiere halten, drastisch verkürzt worden. Doch damit ist das Risiko keineswegs beseitigt. Erstens kann auch in der kürzeren Zeit viel geschehen. Und zweitens "halten die Geldmarktfonds die Wertpapiere dafür umso länger", sagt der erfahrene Repo-Händler Scott Skyrn. Das Risiko sei einfach weitergewandert – von den Banken zu den Schattenbanken.

Auch den Verantwortlichen bei der Zentralbank ist klar: Wenn es so schlimm kommt wie 2008, reichen die neuen Regeln nicht. Beim Treffen in Washington Anfang vergangenen Monats forderte die Notenbank deshalb die Marktteilnehmer auf, das Risiko zu entschärfen – Lehman soll sich nicht wiederholen. "Am Kern des Problems hat sich nichts geändert", warnte Eric Rosengren, Präsident der Notenbank in Boston. "Es ist ein Modell, das auf staatliche Rettung baut."

Um das zu ändern, könnten die Finanzinstitute gemeinsam eine unabhängige Stelle schaffen, die beim Ausfall einer Bank und bei einem drohenden *fire sale* den Abwicklungsbanken ihre prekäre Aufgabe abnimmt. Die Stelle könnte durch alle Marktteilnehmer getragen werden. Doch solche Reformen kosten Geld, die Begeisterung der Branche ist gering.

Damit nicht genug: Ausgerechnet die Reformen, die dafür sorgen, dass Banken nun mehr Kapital zurücklegen müssen, könnten die Bedrohung verstärken. Banken müssen heute mehr Staatsanleihen als Sicherheit für Kreditgeschäfte hinterlegen – sodass diese relativ sicheren Papiere für Repo-Geschäfte fehlen. Auch die Zentralbank hat für Hunderte Milliarden Dollar Staatspapiere gekauft. Viele Papiere, mit denen sich Geld besorgen lässt, sind also weg, sodass Banken zunehmend bereits vereinbarte Repo-Geschäfte platzen lassen. In so einem Fall kann die Bank die versprochenen Wertpapiere – etwa Staatsanleihen – einfach nicht auftreiben. Dann hält der Repo-Partner den Kredit zurück – und als Strafe für das entgangene Geschäft muss die Bank ihm trotzdem die vereinbarten Zinsen zahlen. Die Fälle, in denen das geschieht, haben sich in den vergangenen Monaten extrem gehäuft. Am 28. Juli etwa kamen Repo-Geschäfte in Höhe von 122 Milliarden Dollar nicht zustande – ein Rekord für einen einzigen Tag. Wenn sich dieser Ausfall auf nur ein oder zwei Banken konzentriert hätte, wäre potenziell ein Absturz wie bei Lehman die Folge gewesen.

Noch gibt es keinen Grund für schlaflose Nächte, noch stehen den Banken ausreichend Mittel auf dem Repo-Markt zur Verfügung. Die Ausfälle sind noch verkraftbar, "aber ein beunruhigendes Symptom", warnt Joseph Abate, Geldmarktspezialist bei Barclays: Es werde schwerer für die Banken, sich flüssig zu halten, und die Ausschläge würden heftiger. Im schlimmsten Fall kann wieder Chaos aus dem Untergrund des Repo-Marktes aufsteigen.