Lehman Brothers und die verpassten Lehren

Im September 2008 brachte der Kollaps der US-Investmentbank die Weltwirtschaft an den Rand des Abgrundes. Die ernüchternde Bilanz zehn Jahre danach: Die grundlegenden Ursachen der damaligen Krise sind bis heute nicht behoben.

Von Mark Dittli (Text) und Ted Parker (Illustrationen), 14.09.2018

Sie fluchen. Sie schwitzen. Sie sind übermüdet, verzweifelt. Zwei Dutzend Männer, die Chefs der mächtigsten Banken der Welt, brüten 2008 ein Septemberwochenende lang in stickigen Sitzungsräumen in einem braunen Kalksteinbau an der Südspitze Manhattans.

Das dem Palazzo Strozzi in Florenz nachempfundene Gebäude an der Liberty Street ist der Sitz der Federal Reserve Bank of New York, der wichtigsten Zweigstelle der amerikanischen Notenbank. Hierher haben Hank Paulson, Finanzminister der USA, und Tim Geithner, Chef der New York Fed, die Männer zu einer Notsitzung einberufen. Ihr Auftrag: Sie müssen eine Lösung erarbeiten, wie die in Schieflage geratene Wallstreet-Ikone Lehman Brothers gerettet werden kann. Sie haben Zeit bis Sonntag – wenn

die Märkte in Asien am Montag den Handel eröffnen, muss das Problem behoben sein.

Sie finden keine Lösung. Die Banker zieren sich, hoffen insgeheim, Paulson werde Lehman mit Staatsmitteln unter die Arme greifen. Doch der Finanzminister weigert sich. Er lässt Lehman fallen. Und so meldet die 1850 von drei eingewanderten Bayern gegründete Bank in den frühen Morgenstunden des 15. September 2008 Konkurs an. Es ist die grösste Pleite in der Wirtschaftsgeschichte der USA.

Sofort fegt ein Sturm über die Finanzmärkte. Die Bilder von Angestellten, die mit verwirrten Blicken aus dem Hauptgebäude ihrer Bank am Times Square treten, in den Armen eine Kartonschachtel mit persönlichen Gegenständen, gehen um die Welt. Von Tokio über London nach New York brechen die Börsen ein. In den folgenden Wochen breitet sich Panik aus; in Island, Irland, England, Deutschland krachen die Finanzhäuser zusammen. Im Oktober erreicht die Krise die Schweiz, als Nationalbank und Bund die UBS retten müssen.

Es dauert nicht lange, bis die Banken den Rest der Wirtschaft in den Abgrund reissen; die Welt fällt in die schlimmste Rezession seit den 1930er-Jahren. Der Absturz wird erst gestoppt, als die Notenbanken Ende 2008 ihre geldpolitischen Schleusen aufreissen wie nie zuvor, Washington den US-Banken eine Kapitalspritze über 700 Milliarden Dollar verabreicht und die Regierungen in China und den USA riesige Konjunkturprogramme beschliessen.

Das war vor zehn Jahren.

Und heute? Ist das Finanzsystem sicherer als damals? Und wurden die richtigen Lehren gezogen?

Erster Teil: Wie es dazu kam

Um diese Fragen zu ergründen, muss zunächst geklärt werden, welches die Ursachen der Finanzkrise waren. Es wäre nämlich falsch zu denken, sie hätte mit dem Kollaps von Lehman begonnen. Der 15. September war bloss der Höhepunkt eines langen Prozesses. Die Krise war auch kein «schwarzer Schwan», kein Jahrtausendereignis, das unvorhersehbar gewesen wäre. Die Zeichen waren da, die Warnungen ebenfalls.

Im Grunde war der Sturm, der im Herbst 2008 über die Welt fegte, eine Kulmination von vier Entwicklungen, die sich über einen Zeitraum von rund zwanzig Jahren aufgebaut hatten:

1. die Internationalisierung und Deregulierung des Finanzsystems;
2. eine mehrjährige Periode mit niedriger Teuerung und extrem lockerer Geldpolitik;
3. ein gewaltiger Aufbau der Verschuldung im Privatsektor;
4. der unverrückbare Glaube an die Effizienz der Märkte und an die Unfehlbarkeit von mathematisch präzisen Risikomodellen.

Es lohnt sich, diese vier Entwicklungen genauer zu betrachten.

1. Freiheit für die Banken

Das globale Finanzsystem muss frei sein! Je weniger Grenzen für Kapitalflüsse und je weniger Regeln für die Banken, desto besser. So lautete ab den

späten 1980er-Jahren der Konsens in westlichen Regierungskreisen und in mächtigen Institutionen wie dem Internationalen Währungsfonds. Margaret Thatcher machte 1986 mit dem «Big Bang» den Anfang, als sie die Londoner Finanzmärkte liberalisierte. Die Branche, seit der Grossen Depression der 1930er-Jahre unter enger Kontrolle, schüttelte Schritt für Schritt ihre Fesseln ab.

Der Trend setzte sich über die 1990er-Jahre in Europa und den USA fort, wo die Clinton-Regierung 1999 die letzten Reste des Trennbankengesetzes aufhob und der Kongress beschloss, die Derivatemärkte, an denen komplexe Wertschriftenkontrakte gehandelt werden, nicht zu regulieren. Die Grossbanken durften fortan alles: Spargelder annehmen, Wertschriften und Derivate handeln, Hypotheken und Firmenkredite vergeben, Unternehmen bei Übernahmen beraten.

So war es um 2006, kurz vor der Krise, normal, dass deutsche Landesbanken Büros in New York hatten und mit Hypothekarderivaten handelten, Grossbanken wie BNP Paribas eigene Hedgefonds unterhielten oder isländische Banken in England Sparprodukte anboten.

Kapital kannte keine Grenzen mehr.

2. Die Inflation ist tot

Die zweite wichtige Entwicklung nahm ihren Anfang in den frühen 1990er-Jahren und beschleunigte sich ab 2001. In jenem Jahr erlitten die USA nach den Terroranschlägen von «Nine-eleven» eine milde Rezession, was die Notenbank (Fed) unter Alan Greenspan bewog, die Zinsen deutlich zu senken. Das ist die übliche Massnahme, um eine Rezession zu bekämpfen.

Das Jahr 2001 sah aber noch ein zweites wichtiges Ereignis: die Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation WTO. Dieser Schritt beflügelte die Exportindustrie der Volksrepublik und zementierte ihren Status als Werkbank der Welt. Als Folge davon sanken für zahlreiche Konsumgüter – Spielzeug, Möbel, Computer etc. – die Preise. In den Statistiken der Verbrauchernationen, allen voran der USA, führte dieser Effekt zu sinkenden Inflationsraten und, weil das Zinsniveau von der Inflationsrate beeinflusst wird, zu sinkenden Nominalzinsen. Zu sinkenden Zinsen in den USA führte zudem die Tatsache, dass China und andere Exportländer die Deviseneinnahmen ihrer Handelsüberschüsse in US-Staatsanleihen anlegten – ein Phänomen, für das Greenspans Nachfolger Ben Bernanke den Begriff «savings glut» (Sparschwemme) prägte.

Die US-Notenbank hielt die Leitzinsen angesichts der niedrigen Inflationsraten mehrere Jahre lang auf einem historisch abnormal tiefen Niveau. Greenspan begann erst 2004, als die Konjunktur längst wieder boomte, zaghaft die Zinsen zu erhöhen. Er hatte keine Eile: Die Inflation, die einstige Nemesis aller Notenbanker, schien besiegt zu sein.

Eine lockere Geldpolitik zu Boomzeiten ist per se kein Problem – solange sich Notenbanker und Politiker bewusst sind, dass niedrige Zinsen die Kreditvergabe der Banken befeuern und gefährliche Übertreibungen begünstigen können. Und genau das geschah in den Jahren nach 2001.

3. Leben auf Kredit

Niedrige Zinsen machen es für Haushalte und Unternehmen attraktiv, ihre Käufe und Investitionen mittels Schulden zu finanzieren. Besonders ausgeprägt zeigte sich dieses Phänomen in den USA: Die unteren und mittleren Bevölkerungsschichten haben seit Beginn der 1990er-Jahre zwar kaum Steigerungen ihres Lohneinkommens gesehen, doch günstige Kredite haben es ihnen ermöglicht, ihre permanent wachsenden Konsumwünsche zu erfüllen. Das Leben auf Pump, gefördert von der Clinton- wie auch der zweiten Bush-Regierung, kaschierte während Jahren die wachsende Ungleichheit der Einkommensverteilung im Land.

Die extrem niedrigen Zinsen, die Greenspan nach 2001 zuliess, liessen für Millionen von Amerikanern sodann den grössten aller Wünsche in Erfüllung gehen: den Kauf des eigenen Hauses. Auf Kredit natürlich.

Eine ähnliche Entwicklung durchliefen zeitgleich mit den USA Spanien, Grossbritannien und Irland. Überall das gleiche Bild: Dank günstigen Kreditzinsen können sich Haushalte und Unternehmen plötzlich alles leisten. Die private Verschuldung in diesen Ländern stieg in immer extremere Höhen. Die Kreditschöpfung lief aus dem Ruder.

4. Die Illusion von Wissen

Ist es ein Problem, wenn sich die Immobilienpreise in, sagen wir, Florida binnen dreier Jahre verdoppeln? Oder wenn das Volumen der ausstehenden Hypothekarkredite explodiert? Nicht, wenn man davon überzeugt ist, dass die Finanzmärkte effizient arbeiten und die Preise das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage stets adäquat abbilden.

Diese Überzeugung herrschte in den Jahren vor 2008. Felsenfest. Als der indisch-amerikanische Ökonom Raghuram Rajan 2005 an einer hochdotierten Konferenz vor gefährlichen Ungleichgewichten im Finanzsystem warnte, wurde er ausgelacht. Seine Ansichten seien «irrig», sagte der frühere US-Finanzminister Larry Summers, in effizient funktionierenden Märkten seien grosse Verzerrungen gar nicht möglich.

Dieses Denken hatte innerhalb der Finanzbranche fatale Konsequenzen: Die Risikomodelle der Banken basierten nämlich auf der Annahme, dass grosse Preisschwankungen an den Finanzmärkten extrem selten sind, dass historische Korrelationen – also der Grad der Gleichläufigkeit in der Preisbewegung verschiedener Anlagen – auch für die Zukunft gelten und sich deshalb alle Risiken in den Bankbüchern jederzeit präzis berechnen und damit absichern lassen.

Die Banken glaubten zu wissen, sie hätten ihre Risiken im Griff. Dabei waren sie in Wahrheit blind.

Die Spekulationsblase und der Knall

Diese vier Entwicklungen bildeten ab 2001 den Nährboden für eine gewaltige Immobilienblase in den USA, in Grossbritannien, Spanien und Irland. Niedrige Zinsen führten dazu, dass mehr Menschen Hypotheken aufnahmen, um sich ein Haus zu kaufen. Die wachsende Nachfrage liess die Immobilienpreise steigen. Das wiederum animierte mehr Menschen dazu, sich Häuser zu kaufen, damit sie an den Preissteigerungen partizipieren

können. Was wiederum die Banken dazu animierte, in der Kreditvergabe freimütiger zu werden. Und so weiter.

In dieser Preisblase spielte eine Reihe dubioser Innovationen aus der Finanzbranche eine verstärkende Rolle: Die Banken hielten ihre gewährten Hypothekarkredite nicht mehr in den eigenen Büchern, sondern verbrieften und verkauften sie an andere Investoren weiter. Es war, als hätte die Hochfinanz den Heiligen Gral gefunden: Niemand brauchte sich mehr um säumige Kreditnehmer oder fallende Preise zu kümmern. Die Risiken waren weg. Mit mathematischer Präzision in den Weiten der grenzenlosen Kapitalmärkte zum Verschwinden gebracht.

Doch, und das zeigt die Finanzhistorie der vergangenen 400 Jahre: Jede Spekulationsblase endet in Trümmern. Das Ende kündigt sich in der Regel nicht mit einem Knall an, sondern mit zunächst kaum sichtbaren Rissen im System; feinen Beben, schwachen Erschütterungen. So war es auch mit der Krise von 2008. Sie begann fast zwei Jahre zuvor, frass sich langsam durch die Finanzwelt. Manchmal zeigte sie sich kurz, dann verschwand sie wieder für Monate in den Untergrund. Und frass sich immerzu weiter vor.

Bis zum Knall vom 15. September 2008.

Der Untergang von Lehman führte zu einem Systemkollaps. Nun zeigte sich gnadenlos, dass die Deregulierung das Finanzsystem nicht effizienter und besser gemacht hatte, sondern bloss komplexer und fragiler. Jede Bank war mit jeder anderen verbunden, Gegenparteien in unüberschaubaren Kontrakten im Wert von Tausenden Milliarden Dollar. Als eine Bank fiel, begannen die anderen zu fallen. Eine nach der anderen. Ihre Kapitalpolster waren hoffnungslos zu dünn, über Nacht von den erlittenen Verlusten durchgebrannt. Sie mussten reihenweise von ihren Heimatstaaten gerettet werden, weil sonst das gesamte Finanzsystem zusammengebrochen wäre und die Wirtschaft in die Tiefe gerissen hätte.

Seither gilt: So etwas darf nicht wieder geschehen.

Und damit zurück zur Frage. Wurden die richtigen Lehren gezogen?

Zweiter Teil: Die Welt nach Lehman

Was wäre gewesen, wenn Washington Lehman Brothers gerettet hätte? Oder wenn man alle Banken einfach ihrem Schicksal überlassen hätte? Diese Fragen dominierten die öffentliche Debatte während Jahren, doch letztlich ist eine derartige kontrafaktische Auseinandersetzung nutzlos. Die Geschichte hat ihren Verlauf genommen, und es ist unmöglich, den Beweis zu erbringen, wie ein anderer Pfad ausgesehen hätte.

Wenn die These anerkannt wird, dass die beschriebenen vier Entwicklungen in ihrem Zusammenspiel den Grund der Krise bildeten, dann muss auch die Ursachenbehebung auf diesen vier Ebenen geschehen.

Und hier ist der Befund ernüchternd.

Die Banken: Der Hochmut ist zurück

Eine Diagnose nach 2008 war, absolut korrekt, dass die Grossbanken unterkapitalisiert waren und dem Sturm nicht standhalten konnten. Der Basler Ausschuss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat seither ein Regelwerk ausgearbeitet, das den systemrelevanten Grossbanken dickere Eigenkapitalpolster vorschreibt. Zudem müssen sie interne Sollbruchstellen schaffen, damit im Notfall die kranken von den gesunden Geschäftsbereichen abgeschottet werden können. Dieses Regelwerk, «Basel III», wurde vor allem aus Deutschland und Frankreich heftig bekämpft, doch mittlerweile ist es zum global gültigen Standard geworden. Vereinfacht gesagt lässt sich feststellen, dass die Grossbanken ihre Kapitalpolster in etwa verdoppelt haben und dadurch widerstandsfähiger geworden sind.

Doch die Verdoppelung der Kapitalpolster relativiert sich, wenn man bedenkt, dass sie bei Ausbruch der Krise geradezu lächerlich dünn waren. Weniger als drei Prozent ihrer Bilanzsumme hatten die Giganten mit Eigenkapital gedeckt. Heute sind es rund sechs Prozent. Eine robuste Bilanz sähe anders aus.

Noch problematischer sind zwei weitere Feststellungen: Das Bankensystem ist, erstens, heute noch konzentrierter als zuvor. Bereits zuvor dominante Institute wie die amerikanische J.P. Morgan sind noch mächtiger geworden. Zweitens sind kaum Signale zu erkennen, dass die Erfahrung von 2008 einen Kulturwandel in der Branche ausgelöst hätte. Bereits im Sommer 2009 zahlte die wichtigste Investmentbank der USA, Goldman Sachs, wieder Millionenboni aus, als wäre nichts geschehen – was die anderen Banken zum Anlass nahmen, ebenfalls zum «business as usual» zurückzukehren.

Banken, die vergleichsweise unbeschadet durch die Krise kamen, verhielten sich im Nu wieder wie vor dem Sturm. Extremstes Beispiel ist die Deutsche Bank: Unter der Führung des Schweizers Josef Ackermann wehrte sie sich gegen die Stärkung ihrer Kapitaldecke und setzte im Investmentbanking weiterhin voll auf Geschäftsfelder, die sich mit einem vernünftigen Risikoeinsatz längst nicht mehr rechneten. Als Folge davon schlingert die Deutsche Bank seit Jahren strategielos und unterkapitalisiert umher – was Ackermann aber nicht davon abhält, sich in der NZZ als Grandseigneur des Banking zu inszenieren und mit Selbstlob zu überschütten.

Das Narrativ, wonach damals alles halb so schlimm war, hat sich in der Branche längst festgesetzt. So sagen in der Schweiz Exponenten der UBS heute allen Ernstes öffentlich, sie hätten die Rettung gar nicht benötigt. Es stimmt, die Geschichte verlief glimpflich, doch Bund und Nationalbank gingen für die UBS damals ein Risiko von über 60 Milliarden Franken ein. Hätten andere Staaten ihre Banken nicht gestützt, wäre der Versicherungsriese AIG – eine wichtige Gegenpartei für Absicherungskontrakte – von Washington nicht verstaatlicht worden, hätten sich die Märkte dank der globalen Liquiditätszufuhr nicht stabilisiert, dann wäre mit grosser Wahrscheinlichkeit auch die UBS gefallen. Dann wäre es der Schweiz nur unwesentlich besser ergangen als Irland oder Island.

Dass die Ereignisse von 2008 von den Bankenmanagern bereits wieder kleingeredet werden, zeigt vor allem eines: Der Hochmut ist in die Branche zurückgekehrt.

Die Geldpolitik: Keine Normalisierung in Sicht

In den zehn Jahren seit der Krise haben alle namhaften Zentralbanken eine historisch einmalig expansive Geldpolitik betrieben. Das war in der akuten Phase der Krisenbekämpfung auch absolut richtig.

Doch allmählich wurden die Notenbanker zu Gefangenen ihrer eigenen Politik. Während Jahren verharrte die Konjunktur in den USA, Europa und Japan in einem blutleeren Zustand, und weil die Regierungen aus Angst vor steigenden Staatsschulden ihr Ausgabenwachstum bremsten, blieb nur noch die Geldpolitik zur Ankurbelung der Wirtschaft. In der Europäischen Währungsunion, die ab 2010 von mehreren Krisen erschüttert wurde, wurde die Europäische Zentralbank sogar zur Dauernothelferin.

So kommt es, dass die globale Geldpolitik auch eine Dekade nach Lehman Lichtjahre davon entfernt ist, zur «Normalität» zurückzukehren. Damit entsteht eine paradoxe Situation: Die US-Notenbank war mitverantwortlich für die Krise, weil sie zu lange eine zu lasche Geldpolitik betrieb. Dann wurde sie, zusammen mit anderen Zentralbanken, zur Retterin in der Not – und läuft nun wieder Gefahr, zu lange zu lasch zu bleiben.

Genau wie vor der Krise gilt: Eine lasche Geldpolitik per se ist nicht schlecht, solange sich die Verantwortlichen bewusst sind, dass die von ihnen erzeugte Liquiditätsschwemme irgendwo zu Verzerrungen und Exzessen führen kann. Und das geschieht auch dieses Mal wieder.

Die Verschuldung: Heiter weiter

Begünstigt von der ultralockeren Geldpolitik hat sich nach einem kurzen Krisenintermezzo der Aufbau der Verschuldung munter fortgesetzt. Nur waren es nach 2008 nicht mehr Hausbesitzer in den USA, sondern vor allem Unternehmen in Schwellenländern wie China, Brasilien oder der Türkei, die sich verschuldeten. Gemäss Berechnungen des McKinsey Global Institute ist die Gesamtsumme aller global ausstehenden Schulden – also von Staaten, Unternehmen und Haushalten – seit dem Vorabend der Krise um 75 Prozent auf aktuell rund 170 Billionen Dollar gestiegen.

Das ist gefährlich. Die Empirie zeigt deutlich, dass ein extremer Schuldenaufbau ein aussagekräftiger Indikator für spätere Finanzkrisen ist. Erste Beben zeigen sich gegenwärtig in der Türkei, in Argentinien, Südafrika, in Ansätzen in Indonesien: Risse im System, das abermals in viel zu grossem Ausmass auf Pump gebaut ist.

Der Umgang mit Finanzrisiken: Kaum Fortschritte

Und schliesslich: Hat Lehman zu einem Umdenken in der ökonomischen Lehre und im praktischen Umgang mit Risiken an den Finanzmärkten geführt? Ja und nein. Das Ansehen der einsamen Warner von damals – etwa Robert Shiller in Yale, Raghuram Rajan an der University of Chicago oder die Ökonomen der BIZ – ist gewiss gestiegen. Die Werke des 1996 verstorbenen US-Ökonomen Hyman Minsky, der sagte, dass die Finanzmärkte inhärent zu Instabilität neigen, wurden wieder entdeckt. Die Lehre befasst sich wieder mit der Frage, was Kreditzyklen für die Wirtschaft bedeuten und welche Folgen ein Schuldenboom haben kann. Das sind positive Signale.

Doch gleichzeitig haben sich die Risikomodelle der Banken nur unwesentlich weiterentwickelt; sie gehen immer noch davon aus, dass sich alle Risiken mit mathematischer Präzision berechnen lassen. Dass die internationalen Finanzmärkte ein komplexes, adaptives System bilden, in dem sich Millionen von Akteuren gegenseitig beeinflussen und dessen Funktionsweise daher nie vollends verstanden, geschweige denn berechnet werden kann – diese demütige Einsicht herrscht heute weder in den Chefetagen der Banken noch an den Schalthebeln der Geldpolitik.

Dritter Teil: Die Ernüchterung

Die Weltwirtschaft schrammte im Herbst 2008 knapp an der Katastrophe vorbei. Diese Nahtoderfahrung hätte Anlass geben müssen, die Ursachen der Krise zu ergründen und einige der Entwicklungen der vergangenen zwanzig Jahre zu hinterfragen.

Zum Beispiel:

- War die Globalisierung des Kapitalverkehrs wirklich sinnvoll? Ist es erstrebenswert, dass Kapital vom Herdentrieb der Marktteilnehmer geleitet in Sekundenschnelle von einem Land ins andere schwappt?
- Haben die Deregulierung des Bankensystems und die «Innovationen» der Branche – beispielsweise die Verbriefung von Krediten – tatsächlich volkswirtschaftlichen Nutzen gestiftet?
- Was für ein Bankensystem ist für die Gesellschaft überhaupt nützlich, und wann sind Banken bloss Schmarotzer, weil sie Renten auf Kosten der restlichen Volkswirtschaft abschöpfen?
- Welche Systeme und Anreize können geschaffen werden, damit es auch in Zeiten niedriger Zinsen zu keinen Kreditexzessen kommt?

Diese Debatten wurden zwar punktuell, aber insgesamt zu wenig radikal und ernsthaft geführt.

Derweil geht der Schuldenboom weiter. Die lockere Geldpolitik geht weiter. Das Bankensystem ist genauso komplex und konzentriert wie vor 2008 – einfach mit etwas mehr Eigenkapital. Die Bankmanager sind hochmütig wie zuvor, fest davon überzeugt, dass sie alle Risiken im Griff haben.

Und wieder sind sie blind.

Debatte: Wurden die richtigen Lehren aus der Finanzkrise von 2008 gezogen?

Nehmen wir die Stimmen, die vor neuen Krisen warnen, diesmal ernst genug? Wäre es nicht an der Zeit, die Bankenbranche strenger zu regulieren? Wenn ja, wie? Haben die Zentralbanken mit der lockeren Geldpolitik die Krise überwunden – oder vielmehr kurzfristig zugedeckt? Oder müsste man noch tiefer gehen und das ganze globalisierte Kapitalsystem infrage stellen? Hier gehts zur Debatte.