

Alpe Adria von 57,5% auf 67,1%. Die Hypo Group Alpe Adria ist mit einer Bilanzsumme von 38 Mrd. Euro die sechstgrößte Bank in Österreich. Das Kärntner Kreditinstitut hatte zuvor eine Staatshilfe in Wien beantragt.

walte sowie 65 Beamte des Landeskriminalamtes und verschiedener Polizeibehörden beteiligt. Auch zwei Beamte der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) seien hinzugezogen worden, teilte der Leitende Oberstaatsanwalt Chris-

mit 80 Mrd. Euro gestützt werden, darunter 50 Mrd. Euro als Kapitalspritze und 30 Mrd. Euro als Garantiesumme des Finanzmarktstabilisierungsfonds des Bundes (Soffin). Im Zuge der Krise gerieten Funke und Viermetz immer stärker unter

ein weiterer Schlag Anfang Oktober versetzt, als die Hypo Real Estate eingestand, sich in einer existenzgefährdenden Lage zu befinden. Gestern ging der Titel mit 3 Euro (+2,7%) aus dem Xetra-Handel.

sehen gehabt. An der Spitze der umstrukturierten Banca dei Territori wird Francesco Micheli stehen. Die stärkere Betonung des Geschäfts mit kleinen und mittelständischen Unterneh-

chungen im Investment Banking an. Die Genossenschaftsgruppe Banca Popolare di Milano (BPM) beschloss den Abbau von rund 400 Arbeitsplätzen. Das sind 5% der derzeitigen Beschäftigten.

GASTBEITRAG

B2 18/12/2009

Die Kreditkrise von 1873 – Trotz Parallelen keine Blaupause für heute

Börsen-Zeitung, 18.12.2008
Wer heute durch Wien, Paris, Budapest oder London spaziert und auf die Jahreszahlen an den Häusern achtet, wird feststellen, dass sehr viele der historischen Prachtbauten von 1863 bis 1873 gebaut wurden. Und wer in den USA oder Europa eine der großen Eisenbahnstrecken nutzt, hat eine gute Chance, dass deren Bau ebenfalls in diese Zeit fällt. Die Jahre von 1863 bis 1873 waren außergewöhnlich prosperierende.

In Europa waren 1867 mit dem Norddeutschen Bund sowie Österreich-Ungarn bzw. 1870 mit dem Deutschen Reich neue Staaten bzw. Staatenbünde in das Weltgeschehen getreten. Die USA hatten 1865 den Bürgerkrieg beendet und begonnen, das Land wieder aufzubauen. Die Telegrafie hatte ihren Siegeszug vollendet, 1866 wurde Europa mit den USA, kurz darauf mit Asien verbunden. Bahnbrechende Erfindungen in der Stahlerzeugung beflügelten den Eisenbahn- und Städtebau. Weltweit boomte die Wirtschaft. Investitionen, Bruttosozialprodukt und Welt-handel wuchsen wie nie zuvor. Amerikanische und österreichische Eisenbahnaktien und -anleihen waren Anfang der siebziger Jahre der größte Renner bei europäischen Investoren.

Auf tönernen Füßen

Niemand hätte sich Anfang 1873 vorstellen können, dass der glänzende Aufschwung jäh unterbrochen würde. Doch der Boom stand auf tönernen Füßen. Er basierte vor allem auf einer Geldmengenerhöhung, damals bedingt durch große Goldfunde, sowie auf einem Kreditboom, der die Immobilien- und Aktienpreise weltweit jahrelang getrieben hatte. Hinter den glänzenden Bauprojekten, den stolzen Bürgerhäusern und Eisenbahnlinien, standen stark verschuldete Investoren.

Das Jahrzehnt vor 1873 war dementsprechend eine goldene Zeit für Banken. Allein im Deutschen Reich und seinen Vorgängerstaaten hatte sich das Volumen der langfristigen Hypothekenkredite verzehnfacht, die Zahl der Hypothekenbanken veracht-



Hartmut Bechtold

Geschäftsführer
True Sale
International
GmbH

facht und die Zahl der Sparkassen etwa verdoppelt. Banken zahlten zweistellige Dividenden, 15%, sogar 20% waren keine Seltenheit. Die Berliner Maklerbank, die bei ihrem Börsengang 1871 um das 326fache überzeichnet gewesen war, schoss mit 25% Dividende im ersten Börsenjahr den Vogel ab.

Das Deleveraging, d. h. der Abbau von Schulden, der dem starken Leverage von Investoren und Privatleuten folgte, war weniger erfreulich. Es begann im Frühsommer 1873 in Europa, genauer gesagt in Wien: Eine der damals größten Banken stellte ihr Börsengeschäft weitgehend ein und kündigte alle Kreditlinien. Weitere Zusammenbrüche von Banken folgten in Berlin, Paris und London. Als im Herbst 1873 in New York die Bank des großen Eisenbahnfinanciers Jay Cooke zusammenbrach, war die Krise auch in den USA angekommen und schwappte von dort wieder nach Europa zurück, da europäische Banken in hohem Maße in amerikanische Eisenbahnanleihen und -aktien investiert waren.

Die Banken hörten auf, sich gegenseitig Geld auszuleihen, das Kredit-system fror weltweit ein, infolgedessen brachen Hunderte von Banken in den USA und Europa zusammen, die weltweiten Aktienmärkte gaben etwa 60 bis 75% ihres Wertes ab. Weltweit korrelierten alle Assetklassen auf ihrem Weg nach unten.

Die Welt erlebte ihren ersten globalen Margin Call. Investoren waren gezwungen zu verkaufen, was gerade noch verkauft werden konnte. So kam es, dass, wie der amerikanische Konjunkturforscher Babson 1911 berichtete, 1874 selbst amerikanische Staatsanleihen kurzzeitig nur noch mit 50% ihres Wertes notierten. Die Arbeitslosenrate stieg in den USA und Europa auf etwa 20 bis 30%.

Der bis dahin größte weltweite Kredit- und Immobilienboom führte in die erste weltweite Kreditkrise, die auch die Realwirtschaft hart traf. Der Bau neuer Eisenbahnlinien nahm z. B. in den USA von 1873 auf 1874 um mehr als drei Viertel ab, und es dauerte über vier Jahre, bis sich die Weltwirtschaft erholte, aber etwa 16 Jahre, bis alle Krisenerscheinungen überwunden waren. Geblieben sind wunderschöne Metropolen und Innenstädte und eine für die damalige Zeit hochmoderne Verkehrsinfrastruktur.

Abkehr vom Liberalismus

Die Menschen müssen sich indes wie in Schillers Glocke gefühlt haben: „Wohl steht das Haus gezimmert und gefügt, doch ach – es wankt der Grund, auf den wir bauten.“ So hinterließ die Krise auch im Denken Europas – vor allem in Kern- und Osteuropa – bleibende Spuren. Es war die Zeit, als Wagners Opern in Deutschland von Erfolg zu Erfolg eilten. In Deutschland beschleunigte sich die Abkehr vom Liberalismus,

und der steile Aufstieg des marxistischen, aber auch konservativen Antikapitalismus – Letzterer bereits damals stark mit antisemitischen Erklärungsmustern versetzt – begann. Die nationalkonservative und sozialistische Geisterfahrt der deutschen Sozialwissenschaften nahm von hier aus ihren Lauf.

Auffallende Ähnlichkeiten

Wirtschaftlich betrachtet sind die Ähnlichkeiten mit heute auffallend. Der Hochzinspolitik Anfang der achtziger Jahre durch den damaligen Notenbankpräsidenten Paul Volcker folgte ab Herbst 1987 die Niedrigzinspolitik von Alan Greenspan, die – von kleinen Unterbrechungen abgesehen – bis zum Ende seiner Amtszeit Anfang 2006 die US-Zinsen deutlich unter den historischen Durchschnitt trieb mit der Folge, dass die Hypothekenkredite und Immobilienpreise historische Höchststände erreichten.

Begleitet war diese Zeit von dem Zusammenbruch des Ostblocks, dem Aufstieg Chinas, der Ausweitung der Europäischen Union sowie der Schaffung des Europäischen Währungssystems, in das auch damalige Hochzinsländer wie Spanien, Irland und Italien aufgenommen wurden, mit der Folge, dass ihr reales Zinsniveau über Nacht auf null, teilweise sogar darunter sank. Was die Eisenbahnen und Telegrafie nach 1863 ausmachten, waren PC und Internet in den letzten zwanzig Jahren: Eine grundlegende Innovation, die ihren Siegeszug um die Welt antrat.

Alles zusammen genommen, schaffte die rechte Mischung aus Niedrigzinsen und Zuversicht es, zunächst die Kreditmärkte und in deren Folge die Aktien- und Immobilienmärkte zu beflügeln. Vor allem das US-Kreditwachstum koppelte sich zunehmend vom Wachstum des

Bruttosozialprodukts ab. Die Kredite flossen in die Konsumgüter, aber insbesondere auch in die Assetmärkte. Neben der Hypothekenverschuldung stiegen auch die US-Immobilienpreise um fast 100%.

Solange die Vermögenswerte an Wert gewannen und Kredit billig und reichlich verfügbar war, waren die Kreditrisiken und Risiko-Spreads weltweit rückläufig. Entsprechend nahm der Leverage von Investoren, d. h. der prozentuale Anteil von Fremdkapital in der Gesamtfinanzierung, von Jahr für Jahr zu, und mit ihm stiegen die Eigenkapitalrenditen der Anleger. Es war, als hätten Franco Modigliani und Merton Miller 1958 ihren Aufsatz „The Cost of Capital“ umsonst geschrieben und als sei ihre zentrale Aussage („Die Art der Finanzierung einer Investition ist irrelevant im Hinblick auf die Frage, ob die Investition lohnend ist“) von der Wirklichkeit widerlegt worden.

Mathematische Steuerung

Die Risikosteuerung der Finanzindustrie ging, auch gesetzlich vorangetrieben, in dieser Zeit weltweit zunehmend auf mathematische Risikomodelle über. Der menschliche Hang, die Erfahrungen der letzten drei, maximal acht Jahre in die ferne Zukunft fortzuschreiben und darauf die Entscheidungen aufzubauen, bekam damit eine öffentliche, wissenschaftliche Rechtfertigung.

Doch bereits Greenspan muss geahnt haben, dass es eine Zeit danach gibt. In einer Rede am 26. April 2005 sagte er: „History has not dealt kindly with the aftermath of protracted periods of low risk premiums.“ Die Zeit danach begann, als die US-Immobilienmärkte zunächst stagnierten und dann fielen.

Der originär deutsche Kredit- und Immobilienmarkt ist in den letzten

zehn Jahren zwar anderen Mustern als die weltweiten Kreditmärkte, vor allem USA und Großbritannien, gefolgt – so wiesen deutsche Immobilien in dieser Zeit eine stabile Wertentwicklung auf, es gab auch keinen Kreditboom. Dass Deutschland nichtsdestoweniger von der internationalen Kreditkrise betroffen ist, erklärt sich zum einen daraus, dass im Zuge der Krise alle Assets weltweit unter Druck geraten und ihre Preise verfallen. Investoren verkaufen in einer Kreditkrise, was verkäuflich ist, sodass auf den Märkten gute wie schlechte Assets gleichermaßen betroffen sind.

Zudem haben sich auch viele deutsche Investoren und Banken in den letzten Jahren auf den Hochpreismärkten für Immobilien, also in den USA und in Großbritannien, mit hohem Leverage und nicht immer fristenkongruenter Refinanzierung engagiert. Die exportorientierte deutsche Industrie hingegen gehörte zu den großen Nutznießern des weltweiten kreditfinanzierten Konsum- und Investitionsbooms und ist folglich auch von dem aktuellen Deleveraging der Investoren und Konsumenten direkt betroffen, was wiederum auf die Banken zurückstrahlt.

Internationale Koordination

Aber bei aller Ähnlichkeit zu 1873: Wir leben 135 Jahre später. Notenbanken und Staaten kommunizieren und handeln weltweit in koordinierter Form. Systemgefährdende Bankenzusammenbrüche – Ausnahme Lehman Brothers – werden vermieden, sodass zu Recht die Hoffnung besteht, dass die aktuelle Krise schneller überwunden werden wird, die Kredit- und Kapitalmärkte bald wieder anspringen werden und wir in fünf Jahren zurückblicken können auf eine Zeit, aus der die Kreditmärkte viele Lehren ziehen konnten.