

„Wer's nicht einfach und klar sagen kann, der soll schweigen
und weiterarbeiten, bis er's klar sagen kann.“

Sir Karl Popper

1 Zwei simple Fragen zur Komplexität der Finanzkrise

Die Finanz- und Wirtschaftskrise ist in der Tat komplex. Auch die meisten „Experten“ wurden von dieser Krise und ihren Dimensionen völlig überrascht und sind sich oft uneins. Wie soll da „*Otto Normalverbraucher*“ noch durchblicken? Das scheint ein ganz allgemeines Charakteristikum der Volkswirtschaftslehre zu sein: Die Zusammenhänge erscheinen äußerst komplex und sie sind es auch. Und doch: Hat man sie einmal durchschaut, dann erscheinen sie äußerst klar und simpel! Und so ist es auch bei der Finanzkrise und ihren Ursachen. Zwei *simple* Fragen und ihre Beantwortung können die *Komplexität* der Finanzkrise sehr stark reduzieren und Sie leicht erkennen lassen, was zu dieser Krise geführt hat.

1.1 Die Logik des Carry Trades

Zur ersten Frage, die auf den ersten Blick hypothetisch erscheint, es aber nicht ist:

1. Was würden Sie tun, wenn man Ihnen zinsenloses Geld, also einen zinsenlosen Kredit, anbietet?

Denken Sie einmal einen Moment lang darüber nach! „Wie viel“ würden Sie nehmen? Man muss nicht lange nachden-

ken, um die richtige Antwort auf diese Frage geben zu können! Soviel man eben nur bekommen kann ... denn selbst, wenn man das Geld nur zu einem Prozent oder gar nur zu einem halben Prozent anlegen könnte, so wären das bei € 1 Mio. immerhin € 10.000,- oder € 5.000,- einfach verdientes Geld im Jahr.

In den vergangenen Jahren, in den „goldenen Jahren“ vor dem Ausbruch der Finanzkrise, war es sehr leicht, Geld, Kredit zu bekommen. Zwar nicht zinsenlos, aber zu sehr geringen Zinsen. Das galt für kleine und große Kreditnehmer gleichermaßen: Wie beliebt war es, mit einem fast zinsenlosen Yen- oder Schweizer Franken-Kredit seinen Hausbau zu finanzieren! Und was Hunderttausende Häuselbauer machten, das machten natürlich Finanzexperten und Spekulanten – freilich im großen, im extrem großen Stil.

Was beide, der „kleine Häuselbauer“ und der „große Immobilienspekulant“ oder „Investor“, machten, nennt man *Carry Trade*, in Bezug auf den japanischen Yen, den *Yen-Carry-Trade*. Man nahm also das billige Geld, den billigen Kredit, soviel man eben bekommen konnte. Das war zwar nicht völlig zinsenlos, aber – und das war ein Charakteristikum der vergangenen Jahre – zu sehr günstigen Konditionen möglich. Wenn man es nur geringfügig höher – um wenige Basispunkte (ein Basispunkt ist ein 100stel eines Prozentpunkts) höher – anlegen konnte ... Dann aber gilt: Je *mehr* Kredit man aufnimmt, je *größere* Volumina man bewegt, desto lukrativer wird es. Es war damit der Anreiz gegeben, möglichst große Summen zu bewegen: Wenn man statt € 1 Mio. das Spielchen mit € 100 Mio. spielen und die € 100 Mio. „bloß“ um 80 Basispunkte (= 0,8 %) höher anlegen kann als man darauf Zinsen bezahlt, dann macht das schon € 800.000,-. Wie gesagt, in den Jahren vor dem Ausbruch der Finanzkrise war Geld, also Kredit, sehr leicht zu bekom-

men und so begannen sich viele Leute *immer mehr zu verschulden*. Man nennt diese Logik, durch Aufnahme von Schulden (Fremdkapital) die Rendite auf das Eigenkapital zu erhöhen, *Leverage* bzw. den *Leverage-Effekt*.² Die Verschuldung kann also die Rendite des Eigenkapitals deutlich erhöhen, ist aber auch riskant, wie riskant, hat man nun gesehen ... und wird gleich noch genauer erklärt werden.

1.2 Existenzielle Gefährdung?

Und nun zur zweiten Frage:

2. *Unter welcher Bedingung sind Sie persönlich durch die Finanzkrise, durch einen abrupten und drastischen Verfall der Preise von Anlagegütern, existenziell gefährdet?*

Der Wert Ihrer Veranlagungen, Ihres Depots ist im Zuge der Finanzkrise mit Sicherheit gefallen – vielleicht auf die Hälfte oder gar auf noch weniger! Die globalen Verluste durch die Kurseinbrüche auf den Weltbörsen werden für das Jahr 2008 auf unvorstellbare US-\$ 32.000 Mrd. geschätzt – dagegen nehmen sich die Verluste bei Hypothekenkrediten fragwürdiger Schuldner in den USA, die sogenannten *Subprime*-Verluste, in Höhe von US-\$ 1.300 Mrd. relativ bescheiden aus.³

Wenn also Ihre Finanzveranlagungen nur mehr die Hälfte ihres ursprünglichen Wertes ausmachen, dann ist das ein großer Verlust, keine Frage! *Aber eine existenzielle Bedrohung*

² Die Begriffe „*Leverage*“ und „*Leverage-Effekt*“ sind auch im deutschen Sprachraum sehr gebräuchlich. Im Deutschen heißt das etwas altbacken „*Hebelwirkung*“ bzw. spricht man vom „*Hebel*“ bzw. auch vom „*Kredithebel*.“

³ Siehe International Monetary Fund 2009a.

für Sie persönlich? Nehmen wir an, dass der Wert Ihres Hauses dramatisch gefallen sei – vielleicht um 30 %, vielleicht gar um 50 %. Ein großer Verlust! Aber eine existenzielle Bedrohung? Nein! Wenn Sie nicht verkaufen *müssen*, wenn Sie zuwarten können, wer weiß, vielleicht erholen sich die Immobilienpreise wieder? Wenn Sie aber Vermögensgüter, z.B. Aktien *auf Kredit* gekauft haben, oder Ihr Haus mit einem Kredit finanziert haben, der jetzt höher ist als der Marktwert Ihres Hauses, dann haben Sie ein ernstes Problem. Sind die Vermögensgüter im Wert drastisch gefallen, so schmelzen im Fall einer Kreditfinanzierung auch die Sicherheiten für Ihre Kredite weg.

Sie sind nur dann existenziell von der Finanzkrise, von einem starken Verfall der Preise von Vermögensgütern („*assets*“) betroffen, wenn Sie diese (übermäßig) mit Kredit finanziert haben. Haben Sie Aktien mit einem Teil Ihrer Ersparnisse gekauft, so haben Sie infolge des Fallens der Aktienkurse einen Verlust gemacht. Nicht sehr erfreulich! Aber das bedroht Sie nicht in Ihrer Existenz. Haben Sie aber für den Kauf der Aktien Kredite aufgenommen (weil das so günstig war und ja jeder dieses Geschäft, diese Art von Carry Trade, gemacht hat), dann haben Sie ein ernsthaftes Problem – dann sind Sie in der Tat existenziell bedroht.

Haben Sie Ihr Haus übermäßig mit Krediten finanziert und belastet, so kommt es jetzt „nur“ darauf an, dass Sie imstande sind und bleiben, diesen Kredit ordnungsgemäß zu bedienen, d.h. zumindest die Zinsen zu bezahlen. Dann sollte die Bank „still halten“, auch wenn der Wert Ihres Hauses unter dem des aufgenommenen Kredits liegt. Andernfalls sind Sie so gut wie erledigt. Denn wenn die Bank, der Kreditgeber, angesichts der Verschlechterung Ihrer Lage den Kredit nicht verlängert oder fällig stellt, dann bleibt Ihnen nichts anderes übrig, als die Vermögensgüter zu verkaufen und mit

dem Erlös den Kredit abzudecken. Aber was passiert, wenn der Erlös dazu bei weitem nicht ausreicht oder sich das Haus überhaupt nicht verkaufen lässt, weil so viele in ähnlicher Lage sind wie Sie und Vermögensgüter verkaufen müssen, um Schulden abzubauen?

Schulden abbauen nennt man „*Deleveraging*“. Das mag im Einzelfall gelingen, ist indes im Aggregat schwer bis unmöglich: Denn wenn *alle* ihre Schulden abbauen wollen und damit *alle* Vermögensgüter verkaufen wollen, dann fallen die Preise der Vermögensgüter. Und sie fallen sehr stark! Der Erlös deckt dann nur mehr einen Teil der Kredite ... Dann ist's vorbei! Möglicherweise nicht nur mit Ihnen und anderen, die ebenso auf Schulden Vermögensgüter gekauft haben (in der Erwartung freilich, dass diese immer weiter steigen), sondern auch mit anderen, die im Sog Ihres Zusammenbruchs Gefahr laufen, mitgerissen zu werden. Das kann die Bank sein, die Ihnen und vielen anderen den Kredit gegeben hat, schlussendlich die Einleger der Bank, die gehört haben, dass die Bank viele faule Kredite ausstehen hat. Die Bank, bei der wir unsere Ersparnisse haben, ist in Schwierigkeiten? Da wollen wir doch sicherheitshalber unsere Einlagen zurück und heben sie ab ... Die Bank kann aber allen Einlegern ihr Geld nicht zurückgeben, weil sie das Geld nicht hat. Sie hat das Geld ja ausgeliehen und nur einen Teil, einen geringen Teil der Einlagen als Liquiditätsreserve verfügbar. Ein „Run“ auf die Bank, auf jede Bank, muss zu ihrer Zahlungsunfähigkeit, zur *Illiquidität*, führen – das Ende dieser Bank und vielleicht auch noch anderer Banken, die mit dieser Pleite gegangenen Bank in Geschäftsbeziehung standen.

Zusammengefasst: Gibt es die Möglichkeit, günstig Kredit zu bekommen, also Geld aufzunehmen, so werden viele diese Möglichkeit nutzen, sie werden ihre Verschuldung erhöhen.

Insoweit es ihnen gelingt, durch die Veranlagung des aufgenommenen Geldes einen höheren Ertrag zu erwirtschaften, nutzen sie den Leverage-Effekt, der die Rendite des Eigenkapitals deutlich erhöhen kann. Das gilt für Häuselbauer im Kleinen wie für Finanzanleger und Spekulanten im Großen. Freilich, es gibt zwei Risiken: Nämlich, dass das günstige Geld austrocknet, es also nicht mehr so leicht ist, Kredit zu bekommen und die Kreditzinsen steigen; und andererseits, dass der Ertrag der Veranlagung fällt bzw. ausbleibt und damit auch der Wert des Vermögensgutes fällt. Dann gibt es saftige Verluste. Verluste zu tragen ist eine Aufgabe des Eigenkapitals. Nur, davon hat man, wenn man sich stark verschuldet hat, eben sehr bzw. zu wenig. Sobald die Verluste das Eigenkapital aufgezehrt haben, ist man insolvent, überschuldet. Das versucht man freilich tunlichst zu vermeiden. Man versucht, Schulden abzubauen – die Leverage zu reduzieren. Dementsprechend heißt das auch *Deleveraging*. Man verkauft also schnell die Veranlagungen, die Assets, die man mit den Krediten angeschafft hat. Man verkauft also zum Beispiel schnell Aktien oder Häuser. Man nennt dies „Notverkauf“ – „fire sale“. In dieser misslichen Lage sind aber mehr und mehr Anleger, die alle ihre Anlagen verkaufen wollen. Die Konsequenz ist evident: Die Preise der Anlagen, von Aktien und Häusern zum Beispiel, verfallen, verfallen immer schneller. Der Versuch, die Leverage abzubauen, das Deleveraging, scheitert, ja dreht sich ins Gegenteil um, denn der Wert der Veranlagungen fällt und fällt, die Kredite, die man seinerzeit aufgenommen hat, um diese Anlagegüter zu kaufen, bleiben aber in ihrer Höhe unverändert: Die Verschuldung explodiert, die Schulden übersteigen den Wert der Vermögensgüter, die Insolvenz, die Pleite ist da.