

# Banken- und Verschuldungskrise im April 2008

Analyse und Bewertung

„Die Märkte können länger irrational bleiben als man selber liquide“

(John Maynard Keynes)

Im März diesen Jahres wurde Finanzmarktgeschichte geschrieben. Die Fundamente der auf faulen Verbriefungen basierenden Kreditpyramide (*siehe auch Banken- und Verschuldungskrise im [März 2008](#)*) brachen weiter ein und veranlassten die amerikanische Regierung und US-Notenbank FED zu bisher nicht gekannten Notfalloperationen. Unter dem Eindruck der Ereignisse sprach [George Soros](#) nicht nur von „*keiner gewöhnlichen Krise*“, sondern verkündete auch „*das Ende einer Ära*“.

## Ein bearischer Moment

„*Wir fühlen keinen Druck auf der Liquiditätsseite, von einer Liquiditätskrise kann keine Rede sein. ... Die Bank verfüge über ein ausreichendes Polster.*“ Sie ahnen sicherlich, wer Ihnen über den Fernsehsender CNBC breit grinsend und Vertrauen gewinnend sein Herz ausschüttete – Alan Schwartz, Chef der fünftgrößten amerikanischen Investmentbank Bear Stearns. Nur zwei Tage und ein Telefonat mit Ben Bernanke später die bittere Erkenntnis: Aufgrund „*unzähliger Gerüchte ... hat sich unsere Liquiditätssituation in den vergangenen 24 Stunden beträchtlich verschlechtert.*“ Damit war das passiert, was einer Bank nie passieren darf: Die Banker hatten ihre langfristigen und jetzt illiquiden Investitionen zu kurzfristig finanziert, so dass sie am Freitagmorgen nicht genug Geld hatten, um das Licht einzuschalten. Das Liquiditäts-Aus der US-Traditionsbank war besiegt.

Nur die Bereitstellung kurzfristiger Kreditlinien durch JP Morgan und der New Yorker FED verhinderte das totale Kursdebakel der Bear Stearns-Aktie. Die Fast-Halbierung des Aktienkurses auf nur noch rund 30 USD ließ sich dennoch nicht vermeiden. Glaubten die Investoren die Sache sei damit geregelt, so wurden sie nach der ungewöhnlichsten Wochenend-Nacht-und-Nebel-FED-Rettungsaktion der Finanzgeschichte am darauffolgenden Montag eines besseren belehrt. Bernanke verkündete die Übernahme des Traditionshauses durch JP Morgan Chase zu Pennystock-Konditionen, während die FED erstmals in ihrer 85-jährigen Geschichte die zweifelhaftesten Forderungen von Bear Stearns im Nennwert von 29 Mrd. USD in die eigenen Bücher nahm.

Ein kurzer Blick auf die Bilanzen von Bear Stearns könnte Bernanke in der Rettungsphase den Angstschweiß auf die Stirn getrieben haben. Stand einem Eigenkapital von 11,4 Mrd. USD noch ein „harmloses“ Engagement über 64 Mrd. USD in hypothekenbesicherten Anleihen gegenüber, so musste er bei [13.400 Mrd. USD](#) (!) ausgewiesenem Derivatbestand wohl um Fassung ringen und seinerseits Hilfe bei dem Spezialisten für Derivate suchen. Was lag da näher als Geburtstagskind Jamie Dimons, dem Chef von JP Morgan Chase, ein Geschenk „der besonderen Art“ zu präsentieren, denn schließlich hatte der weltgrößte Derivate-Player die Implosion erheblicher Counterparty-Emittentenrisiken von Bear Stearns zu befürchten. Mal ganz abgesehen von, dass eine Panikreaktion an den

Finanzmärkten, insbesondere an den unregulierten Kreditmärkten, die bislang als vermeidbar angesehene „systemische Krise“ hätte sofortige Realität werden lassen!

Gefahr erkannt, Gefahr gebannt möchte jetzt vielleicht einer meinen – weit gefehlt! Denn, nun wurde JP Morgan Chase als noch einzig standfeste Bank der [Top5](#) in typisch amerikanischer „think big“-Denkweise zusätzliche Fracht aufgeladen. Vorher bereits mit [84.789 Mrd. USD](#) (Stand 4. Quartal 2007) in Derivaten engagiert, werden diese um die vom Bear Stearns-Counterparty-Risiko befreiten Billionen-Bestände „angereichert“. Als Ergebnis steht sich nun die linke und rechte Hosentasche von JP Morgan Chase auf den OTC-Märkten gegenüber. Das ist Amerika – das Land der unbegrenzten Möglichkeiten!

Auch die spätere Nachbesserung des Angebotes, zumindest den Immobilienwert der Firmenzentrale von Bear Stearns zu bezahlen, ließ sichtlich blasse Anleger zurück, die ihrerseits unter Führung des ehemaligen New Yorker Vizestaatsanwalts und Spezialist für Wertpapierbetrug Kenneth Vianale nun den Gerichtsweg einschlagen und dabei starke Geschütze auffahren. Es bleibt also spannend!

### **Bad Banks – noch nie gehört?**

Mit ihrem über Gebühr an den Finanzmärkten gefeierten Beschluss vom 11. März steht die US-Notenbank FED nun nicht nur den Geschäftsbanken, sondern auch den Investmentbanken als immer liquider Partner zur Verfügung - jedoch 14 Tage zu spät für Bear Stearns und ihre Aktionäre. Aber, hatte Bear Stearns überhaupt eine Chance das Land der Glückseligkeit zu erreichen? Erinnern Sie sich noch an die LTCM-Hedgefonds-Krise 1998? Bear Stearns war seinerzeit die einzige Wall Street-Bank, die sich weigerte den „Bail Out“ (Schuldenübernahme) dieses Hedgefonds mit zu finanzieren. Ein Schelm wer da Böses denkt!

Für alle anderen Banken steht die FED nun seit dem 27. März als [Auffangstation](#) für die schwer zu handelnden „AAA“-CDO-Kreditverbriefungen parat. In Umsetzung eines dramatischen Appells durch IWF-Manager Lipsky versucht man hier das „[Undenkbare zu denken](#)“ und möchte Mittels kreativer Geldmarkt-[TAF-TSLF](#)-Liquiditäts-Notoperationen der Finanzkrise [Herr werden](#). Über TSLF wird nun erstmals nicht das Ergebnis der bereits auf Hochtouren laufenden Geldpressen als Heilsbringer unter das Bankenvolk gebracht, sondern ein Aktiv-Bilanzpostentausch ermöglicht. 703,4 Mrd. USD an liquiden US-Staatsanleihen aus dem FED-Gesamtbestand können nun gegen illiquide hypotheken„besicherte“ Anleihen getauscht werden. Das Ergebnis zweier TSLF-Aktionen: 122 Mrd. USD dieser Triple-A-Hochkaräter schmücken nun die Bilanzbögen der FED.

Nach einem Bericht des WALL STREET JOURNALS wird aber bereits an einer ohne Staatsanleihen-Ära mit kreativer Routine durch Erweiterung der eigenen Kreditvergabemöglichkeiten gefeilt, womit die FED immer weiter in die Rolle einer [„bad bank“](#) hineinwächst.

Den Ruf als „bad banks“ müssen sich die halbstaatlichen Auffangstationen für Ramschanleihen [Fannie Mae und Freddie Mac](#) nicht erst erwerben – sie sind dafür schon bekannt! Die „AAA“-Finanzierer dürfen sich über 200 Mrd. USD an zusätzlichen, Verbriefungsmöglichkeiten aufgrund [erleichteter Eigenkapitalreservevorschriften](#) freuen. James Lockhart, Direktor der zuständigen Aufsichtsbehörde

Ofheo, sah in seiner ersten Erregung dafür aber die Notwendigkeit „*mindestens 20 Mrd. USD an frischen Eigenkapital einzusammeln.*“ Diese Rolle als Spaßbremse durfte er nur kurz spielen, denn er wurde gehalten, seine Schätzungen deutlich nach unten zu [revidieren](#). Die zuvor am 12. März im WALL STREET JOURNAL [veröffentlichten](#) Kapitalbedarfsschätzungen für Freddie (38 Mrd. USD) und Fannie (41 Mrd. USD) zeichnen hingegen ein ziemlich desaströses Bild der beiden und lassen selbst die erste Schätzung von Lockhart noch als sehr wohlmeinend erscheinen. Waren die beiden Hypothekenverbriefungs-Glücksritter nicht erst im Februar 2008 wegen eines 6 Mrd. USD Gesamt-Quartalsverlustes händeringend auf Kapitalsuche?

Egal ... muss sich zumindest US-Finanzminister Paulson gedacht haben, denn jetzt leiten die für ihre Bilanzskandale berüchtigten Fannie Mae und Freddie Mac mit seiner Segnung „*eher als Teil des Problems*“ die Rettung des Hypothekenmarktes ein, wie Joseph Mason, Finanzprofessor an der Drexel-Universität mit Forschungsschwerpunkt: Finanzmarktzusammenbrüche warnte. In debt we trust oder wie Henry Paulsen sagen würde: [hope now!](#)

Wie ernst die beiden staatsnahen Hypothekenaufkäufer ihren Auftrag nehmen verdeutlichen Berechnungen von Standard & Poor´s. Lag deren Marktanteil bei neuen Hypotheken im zweiten Quartal 2007 noch bei 46%, so erreichte er im vierten Quartal bereits 76%. Unter dem Eindruck dieser Hyperaktivität formulierte Standard & Poor´s eine deutliche Warnung: „*Die Hilfsmaßnahmen der US-Regierung für den Immobilienmarkt stellen für das Top-Rating des Landes eine größere potenzielle Bedrohung dar als die Rettung von Investmentbanken. ... Bei einer anhaltenden Rezession würden sich die Kosten für weitere Rettungsaktionen für US-Investmentbanken auf nicht einmal drei Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) belaufen. Hilfen für die am amerikanischen Immobilienmarkt tätigen staatsnahen Hypothekenfinanzierer wie Fannie Mae und Freddie Mac könnten dagegen auf eine Größenordnung von bis zu zehn Prozent des BIP kommen.*“

John McCain, US-Präsidentschaftskandidat, hingegen ließ uns noch Anfang März wissen: „*Es ist nicht die Pflicht der Regierung, jene zu retten und zu belohnen, die unverantwortlich handeln, ob sie große Banken oder kleine Schuldner sind.*“ Der Mehrheitsführer der Demokraten im Senat, Harry Reid, erkennt völlig richtig, dass „*die jüngsten Maßnahmen der Notenbank offenbar große Risiken zu den Steuerzahlern verschieben.*“

### **Eine Billion US-Dollar Probleme**

Die inzwischen bekannt gewordenen Verluste im Finanzsystem belaufen sich laut Berechnungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen ([BaFin](#)) auf nunmehr 295 Mrd. USD. Dabei handelt es sich aber offensichtlich erst um den Anfang, denn selbst der daueroptimistische IWF verdoppelte zuletzt nahezu im Monatsrhythmus seine Verlustprognosen auf nunmehr [945 Mrd. USD](#). Damit bestätigt sich das nicht nur von [uns](#) bereits im September letzten Jahres angesprochene [Eine-Billion-Dollar-Problem](#). Von der anfänglich „dramatischen“ Unterschätzung dieser Finanzkrise erkennt der IWF über einen an die Realität angepassten Erkenntnisgewinn-Prozess inzwischen „*systemische Risiken für das globale Finanzsystem*“ und wird so deutlich, [wie noch nie](#) zuvor: „*Die nationalen Behörden wären gut beraten, Notfallpläne vorzubereiten, wie sie mit großen Beständen gestörter Vermögenswerte umgehen, falls Abschreibungen zu einer zerstörerischen Dynamik und erheblich negativen*

*Folgen für die Weltwirtschaft führen.*“ Im krassen Gegensatz dazu sieht John Mack, Vorstandschef der Investmentbank Morgan Stanley, bereits Licht am Ende des Tunnels – wahrscheinlich meint er damit allerdings den sprichwörtlich mit Höchsttempo entgegenkommenden Güterzug.

Konnte noch vor ein paar Monaten das Abschreibungsspektakel der internationalen „Global Player“ aus deutscher Sicht „locker“ verfolgt werden, so muss sich spätestens seit der überraschenden 2,5 Mrd. Euro-Abschreibung der Deutschen Bank auch der deutsche Finanzplatz als ein Schauplatz der global wütenden Finanzkrise sehen. Spekulationen über mögliche Wertberichtigungen von bis zu [60 Mrd. Euro](#) bei deutschen Finanzhäusern begegnet die Bundesregierung am [28.03.2008](#) (!) aufschlussreich: *„Es gibt aktuell keine abschließenden Erkenntnisse, auch nicht der BaFin, über die Höhe der Engagements der deutschen Institute.“* Angesichts der z.B. [jüngsten Zahlen](#) aus dem Haus der Deutschen Bank über ihr stark expandierendes Derivate-Engagement und Verdopplung ihres [Level3-Ausweises](#) innerhalb nur eines Jahres zeugt diese Aussage eher von nicht sehen wollen als von ernsthaftem Streben nach Erkenntnisgewinn. Ein Blick auf die gern in den USA herangezogene Eigenkapitalquote verrät, dass wenn Risiken gehebelt werden, dies mit schweizerischer (UBS)Gründlichkeit geschieht. Nach Citigroup-Berechnungen liegt das Mittel der Eigenkapitalquoten der US-Banken bei 6%, hingegen es in Europa nur noch 3% sind und die Deutsche Bank mit gar 1,5% als Schlusslicht überzeugt.

Was Angesichts des eher düsteren Ausblicks von Ackermann der Deutschen Bank – zumindest in Teilen – noch blühen könnte, ist für den verstaatlichten Finanzierer Northern Rock seit dem 30.03.2008 bittere Realität. Dessen gesamtes (!) [CDO-Wertpapierportfolio](#) wurde wertlos ausgebucht. Es bestand möglicherweise aus ein paar von den [10.000 Subprime-Anleihen](#), deren Ratings, unter Ausnahme (!) der „AAA“-gerateten, in die Nähe der Realität gedrückt wurden!

Nach über einem halben Jahr offizieller Finanzkrise wird klar, warum Jochen Sanio, Chef der BaFin, seinen vorausschauenden Worten aus dem [September](#) vergangenen Jahres: *„Die Lage ist so ernst, dass ich mich nicht, was sonst ganz schnell geschähe, trauen würde, meine Erkenntnisse etwa durch die Anordnung einer Sonderprüfung vertiefen zu wollen“* auch keine Taten folgen ließ.

### **Vertrauen um jeden Preis - was rosa Brillen eisern filtern**

Josef Ackermann, u.a. auch Präsident des weltgrößten Lobby-Bankenverbands Institute of International Finance (IIF), tat sich mit einem augenscheinlich nicht humorvoll gemeinten Lösungsvorschlag hervor und forderte die Investoren zur Beendigung ihres *„Käuferstreiks“* auf. Rationales Investoren-Verhalten stößt auf irrrationales Denken!

Das wohl auch für Ackermann so plötzliche binnen-24-Stunden-Aus von Bear Stearns bewirkte noch taggleich seinen Ruf nach *„einer konzentrierten Aktion von Notenbanken, Anlegern und Regierungen, um dieses Zusammenschmelzen von Werten endlich zu beenden.“* Sein Offenbarungseid nur zwei Tage später: *„Ich glaube nicht mehr an die Selbstheilungskräfte der Märkte. Banken allein können die Situation nicht retten.“*



Wer so heftig die weiße Fahne schwenkt darf auf Rettung hoffen, denn schließlich ist man ja nur ein unschuldiges Opfer irrationaler Marktumstände und Verluste verschärfender Bilanzierungsvorschriften. Selbst Prof. Zeitler, Vizepräsident der in ihrer Rolle als oberste Bankenaufsicht (gemeinsam mit der BaFin) kläglich versagenden Bundesbank, unterstützt das Ansinnen der Finanzindustrie, die derzeitigen IFRS- Bilanzierungsregeln doch bitte zeitweilig auszusetzen oder besser zu [ändern](#)! Die Idee: Die jetzt wertlosen Papiere sollen nicht mehr zum Marktwert, sondern zu Anschaffungskosten oder über finanzmathematische Modellrechnungen bilanziert werden – am besten solange, bis steigende und damit rationale Preise wieder tägliche Normalität sind!

Von der Finanzbranche wird vor lauter Fordern nur vergessen ein paar kleine Details zu erwähnen. Der heute gültige IFRS-Bilanzierungsstandard ist nicht das Ergebnis des Wirkens fremder Mächte, sondern wurde auf Druck der Banken etabliert. Auch wird vergessen, dass die Bewertung zu Marktpreisen in rationalen Märkten, weil steigend, das letzte Hundertstelprozentpünktchen Rendite herauszuquetschen ermöglichte und so zur eigenen Profit- und Bonifikationsmaximierung erheblich beitrug. Jetzt, wo ihnen der Wind scharf in die Bilanzen weht, soll *„der Hauptvorteil der Verwendung von Marktwerten ... der in der ganz erheblichen Einschränkung der Ermessens- und damit Manipulationsspielräume bei der Gestaltung des Ergebnisses liegt“* (Ex-Deutsche Bank-Finanzchef Krummow, 1995) wieder in Richtung Ermöglichung von Bilanz- und Ergebniskosmetik und Aussicht auf satte Bonifikationen auch in irrationalen Märkten, weil fallend, verkehrt werden!!

Wir sind gespannt, wie die Rettungsaktionen aussehen sollen, wenn nach dem CDO-Debakel die verbrieften Kreditkarten-, Auto- und Konsumentenkreditforderungen oder Gewerbeimmobilienkredite den Banken die nächsten milliardenschweren Probleme bereitet. Aber dies sind noch Peanuts im Vergleich zum [45.160 Mrd. USD](#) (!) schweren CDS-Kreditderivatproblem, welches Warren Buffet einst als *„Massenvernichtungswaffe für die Finanzmärkte“* bezeichnete. Die derzeit historisch niedrige Ausfallquote von unter 1% wird sich in einer Rezession dann auf einem mindestens 10-fach höheren Niveau einpendeln und für immensen Abschreibungsbedarf sorgen! Einen Vorgeschmack darauf lieferte jüngst der weltgrößte US-Versicherer AIG, der auf seinen CDS-Bestand 11,12 Mrd. USD vor Steuern abschreiben musste, aber noch CDS im Volumen von [527,3 Mrd. USD](#) werthaltig ausweist.

Nachdem das Weltfinanzsystem nun durch den IWF als *„fragil“* bezeichnet wurde und der Finanzbranche eine stärkere Regulierung droht, verweist die Branche auf eben beschlossene Selbstheilungskräfte durch Selbstverpflichtung. Auch das [Finanzstabilitätsforum](#) (FSF), ein Organ des IWF, hat nach halbjähriger Arbeit zum G7-Finanzminister-Treffen am 11. April einen Maßnahmen-Katalog mit mehr als 60 Einzelmaßnahmen präsentiert, die auf die Stärkung der globalen Finanzinfrastruktur abzielen sollen. Mit Lob wurde bei der Vorstellung auch nicht gezeigt, denn *„die Politikverantwortlichen als auch der private Sektor hätten sogar bereits begonnen, die geplanten Änderungen umzusetzen. Damit werde nicht nur das Vertrauen in die Märkte gestärkt, sondern es würden auch die Auswirkungen auf die Realwirtschaft verringert.“*

Allerdings nur drei Tage später wird Siemens-Chef Peter Löscher in der FINANCIAL TIMES zitiert: *„Momentan sehe ich noch keine Auswirkungen. Aber zweifellos werden sie kommen, wahrscheinlich in sechs bis zwölf Monaten. Das muss sich auf die Realwirtschaft auswirken – Kreditkrise, Wechselkurse, Rohstoffpreise und Lohnforderungen.“*

**Fazit:**

Gehen Sie in Deckung, wenn Ihnen Banker und Politiker erzählen, dass ein Ende der Finanzkrise bereits in Sicht sei und die Realwirtschaft sich erfolgreich abkoppeln konnte.

Ist die Theorie von der Abkopplung der Realwirtschaft von den Verwerfungen an den Finanzmärkten plausibel? Mehr darüber werden Sie in Kürze erfahren.



Dipl.-Kfm. Martin Mack



Dipl.-Kfm. Herwig Weise

**MACK & WEISE**  
**VERMÖGENSVERWALTUNG**

**COLONNADEN 96 · 20354 HAMBURG**  
**TEL 040/35 51 850 · FAX 35 51 85 11**  
**INFO@MACK-WEISE.DE · WWW.MACK-WEISE.DE**