

Der Zauberlehrling

Von Peter Ziemann
März 2008

Wer versteht das heutige Finanz-System noch. Krisen entstehen quasi aus dem Nichts und es gibt Kräfte, die wie von Zauberhand das Finanz-System mit ihren Tricks noch zusammenhalten können. Die Masse staunt, wozu unsere Eliten doch noch fähig sind.

Einer dieser „Zauberer“ ist der Chef der FED, Ben Bernanke. Aber im Gegensatz zu seinem Meister Alan Greenspan scheint er diese Krise nicht unter Kontrolle zu bringen.

Wir schauen uns also einmal genauer an, wie sich der Zauberlehrling Bernanke in den verschiedenen Stufen der Krise bewährt und ob er mit magischer Hand das System vor dem Auseinanderbrechen bewahren kann.

1. Stufe: Die Immobilien-Blase platzt

Als Anfang des Jahrtausends die „New Economy“ Blase platzte, drohte eine Rezession in den U.S.A. Meister Greenspan ist es mit einer Reduzierung der Zinsen auf 1 Prozent-Punkte gelungen, die Krise abzuwenden, in dem er eine neue, in ihrem Umfang wesentlich größere Blase erschuf – die Housing Blase. Die Hauspreise stiegen in der Zeit bis 2006/7 in schwindelerregende Höhe. Und weil jeder nur verdienen konnte, wurden Häuser spekulativ gekauft und wieder verkauft. Die Käufer fühlten sich „reich“ und nutzten die Gelegenheit, ihre Kredite zu niedrigeren Zinsen umzuschulden. Da ihre Zinsbelastung nun geringer war und ihr Haus im Wert immer weiter stieg, haben sie zusätzliche Kredite auf das Haus aufgenommen, um ihren Konsum zu finanzieren: Das eigene Haus wurde zum unerschöpflichen Geldautomaten. Paradis pur !

Denn die Zinsbelastung war weiterhin gut zu schultern. Auch die Banken waren zufrieden und gaben bereitwillig Kredite, denn man konnte ja nicht verlieren. Nachdem dieses Kunden-Segment abgegrast war, hat man sich den Bedürftigen in der Gesellschaft gewidmet – selbst derjenige, der kein Einkommen hatte, konnte sich plötzlich ein luxuriöses Haus leisten. Das Kunden-Segment der „Subprime-Kredite“ ist entstanden.

Wie in jedem Schneeball-System üblich, verdienen jedoch immer nur die wenigen daran, die zuerst aussteigen können. Es wurde immer schwieriger, neue Kunden für das System zu gewinnen. Mit dem „Subprime-Segment“ war nun die unterste Stufe der Pyramide erreicht und das System konnte nicht weiter ausgeweitet werden.

Alle waren nun versorgt.

Es war also nur eine Frage der Zeit, bis das Schneeball-System in sich kollabieren musste. Dies passierte – wen wundert es noch – zuerst auf der untersten Stufe, dem „Subprime-Segment“. Durch den Notverkauf der Häuser (foreclosure) entstand ein Überhang an freien Häusern auf dem Markt, der zusätzlich die Preise nach unten trieb. Dies führte dann andere Hausbesitzer in Nöte, da plötzlich der Wert des aufgenommenen Kredits den Wert des Hauses überstieg. Außerdem waren die Kredit-Zinsen nun höher und viele Familien konnten ihre Raten-Zahlungen nicht mehr leisten. So fraß sich die Krise langsam von unten nach oben durch das System.

Die Wucht der Zerstörung hat aber nicht nur die „Eigentümer“ mitgerissen, sondern auch die Institutionen, die Kredite an diese Eigentümer bereitwillig vergeben haben. Je stärker sich die Krise durch das System fraß, desto höher bäumten sich die Verluste der Institutionen auf.

2. Stufe: Die Bankentürme wackeln

Eine Reihe von Banken war direkt oder indirekt an dem Schneeball-System Housing beteiligt. Um Kredite außerhalb der Bilanzen vergeben zu können, wurden außerbilanzielle Zweckgesellschaften (SIV – structured investment vehicles) geschaffen, die Haus-Kredite langfristig finanziert hatten und sich mit kurzfristigen Geldern refinanzierten. Diese Kredite mussten nicht mit Eigenkapital hinterlegt werden – die Eigenkapital-Regelungen von BASEL 2 wurden somit unterlaufen.

Es bildete sich also ein (unkontrollierbares) Schatten-Bankensystem.

Die Ausfall-Raten der Kredite stiegen an, womit zuerst der Preis der Kredite und nachher selbst der Markt für den Weiterverkauf zusammenbrach bzw. zum Erliegen kam. Es wurden für die besten Tranchen nur noch 70-80 Cent pro Dollar gezahlt, für die schlechteren Tranchen zum Teil nur noch 10 Cent pro Dollar.

Die Zweckgesellschaften kamen in finanzielle Nöte. Ihre vergebenen Kredite müssten sie eigentlich abschreiben, aber damit würde die Summe dieser Assets kleiner als die Summe ihrer Verbindlichkeiten sein. Die Zweckgesellschaft wäre konkurs. Es drohte eine Zwangsversteigerung der vergebenen Kredite – aber keiner wollte sie zu diesem Preis haben. Die Banken, die die Verantwortung für diese Zweckgesellschaften hatten, hätten die Verluste übernehmen müssen.

Das ging an die Substanz der Banken und es drohte der Verbrauch des Eigenkapitals der Banken. Die Banken wären dann ihrerseits konkurs.

Gleichzeitig trauten sich die Banken gegenseitig nicht mehr, weil jeder in diesem Geschäft mit den Giftmüll-Krediten irgendwie mehr oder weniger stark vertreten war. Die Liquiditäts-Zufuhr der Banken kam quasi zum Erliegen. Neben dem Konkurs drohte nun auch noch die Zahlungs-Unfähigkeit der Banken.

Rettungsmaßnahmen wie staatliche Zuschüsse (z.B. IKB, WestLB) oder Eigenkapital-Spritzen ausländischer Staatsfonds (z.B. UBS, Morgan Stanley, Citi) retteten sie Banken vorerst vor dem Konkurs.

Aber die Türme der Banken wackeln noch heftig – wahrscheinlich sind Institutionen wie Bear Stearns, Morgan Stanley, Citi, UBS schon heute technisch konkurs. Nur durch Bewertungs-Tricks wird verhindert, dass die Giftmüll-Kredite mit ihrem wahren Wert bilanziert werden. In den U.S.A. fasst man diese Papiere deshalb gerne als „Level 3 Assets“ zusammen – hier darf die Bank den Wert selber schätzen. Deshalb nennt man diese Bewertungs-Methode auch „mark-to-phantasy“.

Widmen wir uns nun aber der Problematik der Liquidität des Banken-Sektors zu.

Der Zauberlehrling folgt seinem Meister

Wie es sein Meister Greenspan nach dem Zusammenbruch der New Economy Blase vorgemacht hat, geht Zauberlehrling Bernanke nach dem Lehrbuch seines Meisters vor: Er schwingt den Zauberstab und der Besen gehorcht erst einmal: Das System wird mit Liquidität, d.h. mit frischen Dollars durch Senkung der FED Fund Rates geflutet.

Damit wird den Banken zusätzliche Liquidität zugeführt – die drohende Zahlungsunfähigkeit der Banken wird für das erste verhindert.

Während Meister Greenspan jedoch mit seinen Zaubertricks die Luft der geplatzten New Economy Blase in eine Housing Blase umleiten konnte, steht Zauberlehrling Bernanke vor einer größeren Herausforderung: Er kann keine neue Blase finden, die groß genug ist, die Luft der Housing Blase aufzunehmen.

Der Besen kehrt nicht mehr richtig – armer Zauberlehrling !

3. Stufe: Der Massen-Exodus der Hedge Fonds beginnt

Nachdem die Banken sich mit ihren eigenen Investments gerade so der Guillotine entziehen konnten, droht nun weiteres Ungemach.

Die Banken wollen sich des Risikos entledigen, das sie durch Ausleihungen an Hedge Fonds oder Private Equity Firmen (die „Heuschrecken“) eingegangen sind. Diese Firmen haben in großem Umfang dieselben Gift-Papiere gekauft, wie die Banken über ihre Zweckgesellschaften (SIV) selbst. Dabei wurden Hebel von weit über 1:10 eingesetzt, d.h. für jeden Dollar Eigenkapital dieser Firmen wurden Kredite in Höhe von 10 Dollar und mehr aufgenommen.

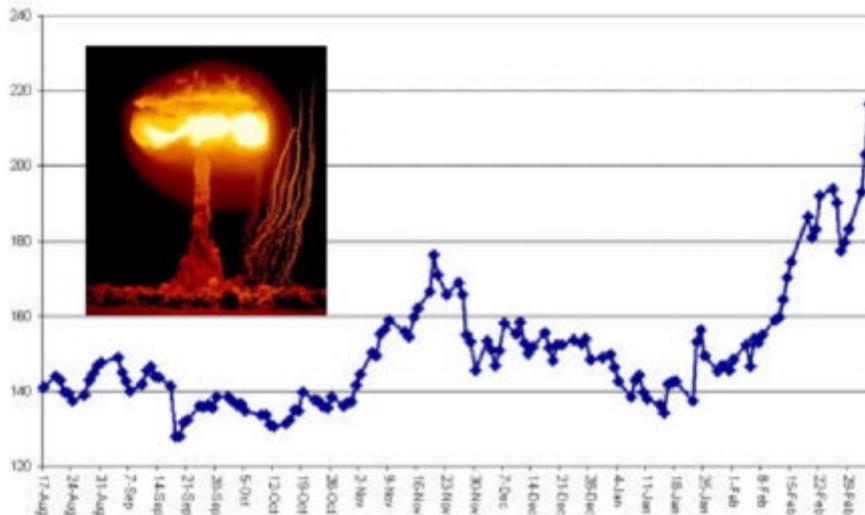
Mit dem Verfall dieser Gift-Papiere wollen die Banken nun eine höhere Sicherheit für ihre Kredite haben. D.h. die Firmen müssen im Rahmen von „Margin Calls“ Geld nachschießen. Sind sie dazu nicht in der Lage, dann muss ein Teil ihrer Gift-Papiere auf dem Markt zwangsverkauft werden. Dieser Zwangsverkauf in einem sehr engen oder zum Teil bereits nicht mehr vorhandenen Markt führt zu weiteren massiven Preisverfällen dieser Gift-Papiere. Dadurch wird das Risiko der ausstehenden Kredite für die Banken noch höher und weitere „Margin Calls“ folgen. Diese führen zu weiteren Notverkäufen und damit zu weiteren Preisverfällen. Dieser Teufelskreis führt am Schluss dazu, dass noch nicht einmal mehr die Summe der Kredite durch solche Notverkäufe erzielbar sein wird, d.h. das Eigenkapital der Hedge Fonds ist aufgebraucht und diese Hedge Fonds erhalten von den Banken eine „default notice“, d.h. sie sind konkurs.

Das passiert zur Zeit und bedroht wiederum das Banken-System, weil

- a. die Hedge Fonds trotz Notverkauf zum Teil nicht mehr in der Lage sein werden, ihre ausstehenden Kredite zu tilgen. D.h. die Banken müssen die Kredit-Ausfälle zusätzlich abschreiben, und weil
- b. die Notverkäufe der Assets der Hedge Fonds oft die gleichen sind, die die Banken nun in ihren Bilanzen halten. D.h. die Banken müssen diese Assets neu bewerten und werden deshalb wieder milliardenschwere Abschreibungen zu verkraften haben, letztlich weil
- c. dadurch die Banken in eine ähnliche Schieflage wie die Hedge Fonds geraten können und am Ende dann ein Konkurs durch Auslöschung des Eigenkapitals der Banken droht.

Die Situation wird nun dadurch für das Finanz-System besonders bedrohlich, da selbst der Markt der sogenannten Agency Bonds (mit AAA Rating) von Freddie Mac and Fannie Mae mit einem Gesamt-Volumen von **4.500 Mrd. US-\$** durch Abschlüge bedroht wird. Ein Hedge Fond, der Papiere von Freddie Mac und Fannie Mae in seinem Portfolio enthält, hat bereits „default notices“ von seinen Banken erhalten. Die nachstehende Abbildung zeigt, wie sich die Zins-Spreads von Fannie Mae im Vergleich zu den U.S. Treasuries von August 2007 bis heute entwickelt haben.

Yield Spread: Fannie Mae MBS vs. 10-Year Treasury



Der Zauberlehrling versucht die Kontrolle wieder zu erlangen

Das Problem ist nun nicht mehr mit der Zuführung von zusätzlicher Liquidität in das System zu lösen.

Deshalb werden Maßnahmen wie die weitere Reduzierung der FED Fund Rate auch nicht helfen. Damit können die Primary Dealer der FED zwar weitere U.S. Treasuries als Sicherheit bei der FED für frisch gedruckte Dollarnoten erhalten. Das hilft aber nicht, um den deflationären Teufelskreis zu unterbrechen.

Das Problem ist nämlich nicht Liquidität, sondern der fortschreitende Preis-Verfall der Asserts. Wie ein Schneeball-System durch Vervielfachung expandiert, droht das Finanz-System durch fortlaufende Abwertung der Asserts zu kontrahieren.

Zauberlehrling Bernanke hat erkannt, dass die Rezepte seines Meisters Greenspan nun nicht mehr wirken. Eine Flutung des Systems mit Bargeld bewirke nur, dass die Primary Dealer, die die zusätzlichen Dollarnoten erhalten, diese direkt oder indirekt in harte Asserts wie Gold, Silber, Industrie-Rohstoffe und Agrar-Rohstoffe stecken und dort die Inflation anheizen.

Deshalb probiert es Zauberlehrling Bernanke mit einem neuen Spruch, der nicht in seinem Lehrbuch steht – anstatt U.S. Treasuries gegen frisch gedruckte Dollarnoten zu tauschen, tauscht er nun den Giftmüll gegen U.S. Treasuries. Die Banken geben ihre im Preis verfallenden MBS von Freddie Mac und Faennie Mae an die FED weiter und erhalten im Austausch dafür die (zur Zeit noch) sicheren U.S. Treasuries.

Siehe dazu Ausschnitte aus dem Bericht von BLOOMBERG vom 12. März 2008:

March 12 (Bloomberg) -- Federal Reserve Chairman [Ben S. Bernanke](#)'s latest attempt to alleviate seized-up credit markets marks his most direct effort yet to repair the mortgage meltdown that poses the biggest threat to the economy. **The Fed pledged yesterday to lend, in return for mortgage debt, \$200 billion of Treasuries to the securities firms that trade directly with the central bank.** Officials told reporters later that the program may escalate from there as the central bank seeks to break the logjam in the home-loan market. **The step goes beyond past initiatives because the Fed can now inject liquidity without flooding the banking system with cash. Bernanke and his colleagues are trying to halt a cycle in which the losses on mortgage investments cause banks to cut**

their lending, sending the economy into a deeper contraction. ``It is a strong attempt to stabilize a crisis," [Henry Kaufman](#), president of Henry Kaufman & Co. in New York and the former chief economist at Salomon Brothers Inc., said in a Bloomberg Radio interview. ``It is a further recognition that this credit crisis is deeper and wider, and has been exceedingly opaque, in contrast to earlier credit crises." **Investors' unwillingness to hold mortgage-backed bonds amid record home foreclosures sent premiums on even Fannie Mae and Freddie Mac guaranteed assets to the highest in 22 years this month. The two government-chartered companies are the biggest sources of U.S. housing finance.**

Der Zauberlehrling verliert die Kontrolle

Bevor die Aktionen des Zauberlehrlings Bernanke richtig angelaufen sind, Giftmüll gegen U.S. Treasuries zu tauschen, scheint es nun an anderen Stellen im System zu kriseln.

Die Finanz-Krise bedroht nun das sicherste und damit zugleich das heiligste Element des Dollar-dominierten Finanz-Systems, die Staatsanleihen.

Was passiert in Europa ?

Im Euro-Raum müssen schon für 10-jährige Staatsanleihen aus Italien 61 Basispunkte höhere Zinssätze bezahlt werden, als für die 10-jährigen Bundesanleihen.

Nicht viel besser sieht es für griechische und spanische Staatsanleihen aus. Diese drei Länder bilden mit Frankreich die „Club Med“ Fraktion innerhalb des Euro-Systems. In der Vergangenheit wurden die hohen Leistungsbilanz-Defizite dieser Länder durch Geldströme aus den Überschuss-Ländern des „teutonischen Clubs“ (Deutschland, Österreich, Finnland, Niederlande) ausgeglichen. Diese Geld-Ströme scheinen nun aber nicht nur zu versiegen. Sie drehen sich sogar gegen diese Länder um.

Deshalb fallen die Staatsanleihen dieser Länder ins Bodenlose. Länder wie Spanien haben noch eine wesentlich größere Immobilienblase und ein höheres Leistungsbilanz-Defizit (bezogen auf die Gesamtwirtschafts-Leistung) als die U.S.A. Mit dem Versiegen der Geldströme droht eine Pleite dieser Volkswirtschaft bei einer plötzlichen Implosion des Immobilien-Marktes. Spanien ist technisch gesehen bereits bankrott – die Devisenreserven inklusiv Gold der spanischen Notenbank reichen nur wenige Monate, um das Leistungsbilanz-Defizit des Landes bezahlen zu können. Bisher konnte dies nur dadurch verhindert werden, dass die Schulden der geschaffenen Immobilien-Werte als Wertpapiere gebündelt (MBS) und direkt an die EZB weitergegeben wurden. Damit blieb das spanische Banken-System liquide. Andere Abnehmer finden sich für diesen MBS Giftmüll nicht mehr.

Das haben nun auch die Hedge Fonds und andere institutionelle Anleger mitbekommen: Sie verkaufen im großen Umfang Staatsanleihen der „Club Med“ Länder und legen die Gelder in Bundesanleihen an. Ihr Ziel ist es, den durch die o.g. Ungleichgewichte entstehenden Druck im Euro-System zu erhöhen, um Spanien und Griechenland zu zwingen, aus dem Euro-System auszusteigen. In diesem Fall würden die Staatsanleihen dieser Länder massiv abwerten, und die Hedge Fonds könnten Milliarden-Gewinne durch Verkauf ihrer Bundesanleihen zur Deckung der Short-Positionen in spanischen Staatsanleihen erzielen. Mit einem ähnlichen Druck hat George Soros im Jahre 1992 das britische Pfund aus dem EWS mit fest vereinbarten Schwankungs-Korridoren zwischen den Währungen herausgelöst. Durch die dann erfolgte Abwertung des Pfundes hat er innerhalb kurzer Zeit 1 Milliarde US-\$ verdient.

Was passiert in den U.S.A. ?

Die Qualität von U.S. Staatsanleihen (Treasury notes) hat sich innerhalb der letzten 8 Monate auch wesentlich verschlechtert. Für die Versicherung der Treasuries gegen Zahlungsausfall durch sogenannte Credit Default Swaps

(CDS) mussten zuletzt 16 Basispunkte bezahlt werden. Im Juli 2007 waren es noch 1,6 Basispunkte. DAS IST EINE VERZEHN-FACHUNG DER RISIKO-PRÄMIE.

Siehe dazu Ausschnitte aus dem Bericht von BLOOMBERG vom 11. März 2008:

March 11 (Bloomberg) -- **The risk of losses on U.S. Treasury notes exceeded German bunds for the first time ever amid investor concern the subprime mortgage crisis is sapping government reserves, credit-default swaps prices show.**

Contracts on 10-year Treasuries traded at a record 16 basis points earlier today, compared with 15 basis points on German government notes, according to data compiled by BNP Paribas SA. In July, U.S. credit-default swaps were at 1.6 basis points, compared with 2.5 basis points on bunds. ... "The U.S. government is not immune from the consequences of the credit crisis," said [Fabrizio Capanna](#), BNP's head of high-grade corporate trading in London. "Support for troubled financial institutions in the U.S. will be perceived as a weakening of U.S. sovereign credit." The Fed is trying to ease investor concern that a decline in house valuations and record foreclosures will add to losses for companies including Freddie Mac and Fannie Mae, the two biggest providers of U.S. mortgages. **The \$4.5 trillion of agency mortgage securities is about the same size as the market for Treasury notes.** ... A basis point on a credit-default swap contract protecting \$10 million of debt from default for 10 years is equivalent to \$1,000 a year. ...

Was sind die Konsequenzen

Wenn die Qualität der U.S. Staatsanleihen (Treasuries) nun in Frage gestellt wird, d.h. wenn Abschläge für den Verkauf von Treasuries verlangt werden oder der Markt für Treasuries ausdünn, dann ist der Zauberlehrling Bernanke am Ende seines Lateins. Kein Zauberspruch scheint mehr zu wirken. Sein Besen ist außer Kontrolle und wendet sich nun gegen den Kern des Finanz-Systems.

Die Bilanz der Federal Reserve Banks, die in der Summe das Federal Reserve System der U.S.A. bilden, besteht im Wesentlichen aus folgenden Positionen:

- Auf der AKTIVA-Seite (Assets) die von dem U.S. Finanzministerium (Treasury) angekauften Staatsanleihen (Treasury notes) in Höhe von US-\$ 820 Mrd (Quelle – FED 93rd Annual Report 2006, Seite 282)
- Auf der PASSIVA-Seite (Liabilities) die gedruckten Dollar-Scheine (Federal Reserve Notes) in Höhe von US-\$ 783 Mrd

Es droht nun der Kollaps des „Federal Reserve Systems“ der U.S.A.. Dieses System beruht darauf, dass die FED Treasury notes von der U.S. Regierung kauft und damit U.S. Dollars schafft. Dem U.S. Dollar wird mit den verfallenden Treasury notes die Grundlage seiner Existenz entzogen. Dem Banken-System geht der „lender of last resort“ verloren.

Zauberlehrling Bernanke hat das System nicht mehr unter Kontrolle und der Total-Kollaps ist unvermeidbar.

FAZIT

Zauberlehrling Bernanke hat seine Prüfung nicht bestanden. Er wird also nie ein Zauber-Meister werden.

Aber zu seiner Ehren-Rettung sei anzumerken: Sein Vorgänger Greenspan hat es mit dem Zaubern doch zu gut gemeint. Anstatt Probleme anzugehen, Reinigungs-Zyklen in der Wirtschaft und dem Finanz-System laufen zu lassen und das System sich von innen reinigen zu lassen, wurden immer tiefgreifendere Tricks angewendet.

Der Zauber-Besen ist nun außer Kontrolle und zerstört alles, was sich ihm in den Weg stellt.

Zaubern Sie nicht mit – steigen Sie aus dem System aus, solange es noch geht

Ihr Besen wird sich sonst gegen Sie richten

Zum Autor:

Dipl.-Inform. Peter Ziemann ist ein unabhängiger Beobachter des Finanz-Systems und ein individueller Investor in Wiesbaden. Neben seiner Arbeit beschäftigt er sich in seiner Freizeit mit der Krise des Finanz-Systems und versucht durch Analysen von Informationen außerhalb der Mainstream-Medien für sich eine individuelle Investment-Strategie zu entwickeln.

Er kann unter peter@pziemann.de kontaktiert werden.