

Der perfekte Sturm – schon vorüber?

1. Hurrikan Dean

Von Zeit zu Zeit, meistens im Spätsommer, baut sich in der Karibik eine Wetterkonstellation auf, die in einen Wirbelsturm mit unglaublichen Windgeschwindigkeiten von bis zu 300 Stundenkilometern an dessen Peripherie mündet. Wo immer sich der Hurrikan hinbewegt, hinterlässt er verwüstete Gebiete, und meistens sind auch Tote zu beklagen. Das örtliche und zeitliche Eintreffen kann aufgrund der langsamen Fortbewegung des Wirbels allerdings recht sicher prognostiziert werden. Deshalb war es beispielsweise in diesem Jahr möglich, auf der mexikanischen Halbinsel Yucatan die Touristen rechtzeitig in Sicherheit zu bringen und sogar die Strandstühle zu verstauen.

Überraschungen gibt es dennoch. So fielen die Verwüstungen von „Katrina“ im Jahr 2005 bei weitem schlimmer aus, als man erwartet hatte, und ereilten Gegenden, die nicht wirklich darauf vorbereitet waren. In diesem Jahr befürchtete man, dass Hurrikan „Dean“ – offenbar vom Klima mit noch höheren Energien ausgestattet als „Katrina“ – die Schadensbilanz seiner schlimmen Vorgängerin sogar noch übertreffen würde. „Dean“ fiel aber sozusagen in sich zusammen und säuselte, von den Meteorologen zu einem blossen Tropensturm degradiert, übers mexikanische Festland davon. Aufatmen in der (nicht) betroffenen Region, Aufatmen bei den Versicherern.

Analogien sind zwar immer problematisch, weil weder die Systeme als Gesamtes übereinstimmen noch Parallelität bei den Einflussgrössen erkennbar ist. Dennoch kann man zum gegenwärtigen Zeitpunkt der Versuchung kaum widerstehen, die jüngsten Geschehnisse an den Finanzmärkten mit einem Wirbelsturm zu vergleichen und angesichts der bisher relativ glimpflich verlaufenen Schadensbilanz an den Aktienbörsen zu hoffen, es habe sich weniger um eine „Katrina“ als eher um ein Ereignis vom Typus „Dean“ gehandelt, um ein in sich selbst zusammenfallendes und damit sich weitgehend von selber erledigendes Problem

mit örtlich und zeitlich beschränkten Auswirkungen.

Es geht in diesem Anlagekommentar darum, Ausmass und Wirkungsweise des Finanzsturms der letzten Wochen einzuschätzen und zu erklären, Szenarien über den weiteren Verlauf zu entwerfen und Konsequenzen für das Anlageverhalten zu formulieren. Insbesondere wird darüber nachzudenken sein, ob die bisher auf den relativ engen Bereich der (amerikanischen) Kreditfähigkeit beschränkte Krise pandemische Auswirkungen in die reale Wirtschaft hinein haben könnte. Denn es liegt auf der Hand, dass auch die robusteste Konjunktur abgewürgt würde, wenn deren Finanzierung zum Erliegen käme. Ob dieses Damoklesschwert an einem dünnen Faden hängt oder doch von einigen dicken Strängen gehalten wird, sollte geklärt werden.

2. „...eine Frage der Zeit“

Eigentlich könnten wir es uns einfach machen und für die Analyse, weshalb es zur krisenhaften Entwicklung im Kreditbereich gekommen ist, auf unseren Anlagekommentar Nr. 250 vom 2. Juli 2007 verweisen. Unter dem Titel „Easy Money“ machten wir damals auf die seit längerer Zeit bei weitem zu tiefen Risikoprämien für Schuldner minderer Bonität aufmerksam. Die Ursache für die viel zu leichtfertige Zurverfügungstellung von Geld orteten wir in einer Art impliziten Staatsgarantie, der sich ein grosser Teil des Bankensystems spätestens seit der LTCM-Krise von 1998 erfreut. Und wir warnten davor, dass sich aus dieser Konstellation eine insgesamt zu hohe Risikonahme innerhalb des Finanzsystems ergebe, eine Blase, die platzen müsse. Ähnlich lautende Warnungen, wenngleich weniger explizit das „Moral Hazard“-Problem zu finanzmarktfreundlicher Geldpolitik nennend, erfolgte seit längerer Zeit von Seiten der Notenbanken.

Damals schrieben wir: „Die zu tiefen Risikoprämien gehören mit Sicherheit zu den gefährlichsten Nebenwirkungen, die das System von impliziten Staatsgarantien nach sich zieht. Vermeintlich risikofreie Quasiarbitrage-Geschäfte in Form von sogenannten Carry-Trades zwischen normalerweise hochkorrelierten Finanzinstru-

menten sind eine besonders hinterlistige Form solcher Nebenwirkungen, denn sie suggerieren Sicherheit, wo es keine geben kann, und sie ziehen Anleger an, die von den wirklichen Risiken der Geschäfte keine Ahnung haben. Intransparente Hedge Funds und besonders riskante strukturierte Produkte haben diesbezüglich über die letzten Jahre bei weitem zu viel Geld angezogen; es ist lediglich *eine Frage der Zeit*, bis größere Unfälle passieren.“

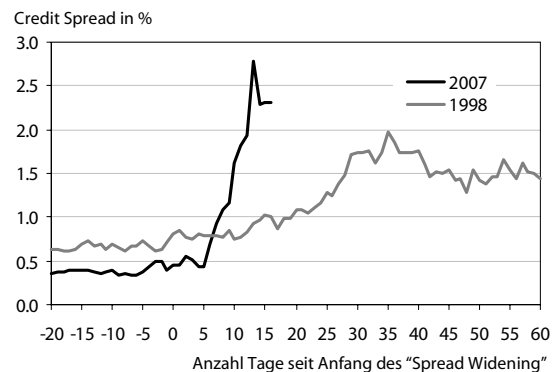
Obschon ziemlich alles genau so eingetroffen ist, wie es damals schon vorauszusehen war, entspräche es einem Backtrading der übleren Sorte, sich nun mit prophetischer Weitsicht brüsten zu wollen. Selbstkritik und Bescheidenheit wären wohl eher angebracht. Denn eine Vorhersage mit dem Vermerk, es sei „nur eine Frage der Zeit“ gehört ehrlicherweise zu den unfairsten und letztlich auch unbrauchbarsten Instrumenten aus dem Werkzeugkasten eines Prognostikers. Denn es ist alles immer nur eine Frage der Zeit. Was einmal hinaufgeht, geht auch einmal hinunter. Lediglich eine Frage der Zeit. Schönes Wetter geht einmal zu Ende. Lediglich eine Frage der Zeit. Und langfristig sind wir, wie Keynes einmal zutreffend gesagt hat, alle tot. Lediglich eine Frage der Zeit. Aber was bedeutet das für die Zeit dazwischen? Nichts. „Die Zeit dazwischen“: Das ist das Leben, oder, in bezug auf Anlagen, jene Phase, in der sich mehr verdienen als in den sich periodisch ereignenden Crashes verlieren lässt. Entsprechend wenig ist von den notorischen Crash-Propheten zu halten. Sie haben derzeit wieder einmal Hochkonjunktur. Selbstverständlich bekommen sie ab und zu recht. Lediglich eine Frage der Zeit. Aber die Relevanz ihrer Aussagen ist nicht höher als jene einer stillstehenden Uhr: zweimal am Tag ganz genau richtig.

Wenn wir deshalb in der Folge an der – vermutlich korrekten – früheren Analyse anknüpfen, so geht es einfach darum, auf die wirkliche Ursache der Kreditkrise noch einmal mit Nachdruck hinzuweisen. Allzuhäufig wird derzeit nämlich „Marktversagen“ stipuliert, „irrationales Verhalten“, „Abzockermentalität“ irre gewordener Investmentbanker und dergleichen. Symptome und Auswirkungen sollten aber von Ursachen unterschieden werden. Die Ursache für das sich periodisch auftürmende Risikopotential des Finanzsystems rührt vom Stabilitätsbedürfnis her, das man über die Notenbanken und den Regulierungsapparat zu befriedigen versucht. Der durch diese Instanzen in Fortsetzung verhinderte Kollaps eines oder mehrerer Systemteilnehmer setzt das Verursacherprinzip ausser Kraft und lädt zum Ausreizen von Spielräumen ein. Das ist das Problem.

3. Kein Tropenlöffchen

Die Degradierung der Kreditkrise vom Wirbelsturm mit zerstörerischem Potential zu einem mehr oder weniger harmlosen Gewitter wäre unseres Erachtens unangemessen, verharmlosend und letztlich auch gefährlich, seitherige Kursentwicklung an den Aktienmärkten hin oder her. Ein Blick auf einige sehr wesentliche Indikatoren genügt, um die hohen Energien, die sich im Verlaufe des Monats August entfesselt haben, zu ermessen. Innerhalb weniger Tage schnellten beispielsweise die noch im Monat Juli als bei weitem „zu tief“ monierten Risikoprämien um mehrere Prozentpunkte in die Höhe. Verglichen mit den Daten aus der LTCM-Krise aus dem Jahr 1998, bisher immer als schärfste Kapitalmarktkrise seit 1929 gehandelt, zeigt sich ein bei weitem dramatischeres Bild. Innerhalb sehr kurzer Zeit, im Grunde genommen schlagartig, wurden für Schulden minderer Bonität keine Käufer mehr gefunden. Rasch weitete sich der Käuferstreik aus und erfasste auch Schulden weniger problematischer Provenienz. Es machte sich hohe Unsicherheit über die Verlässlichkeit der Kredit-Ratings (und der diese Ratings produzierenden Agenturen) breit, mit der Folge, dass ausstehende Schuldentitel unbesehen ihres Inhalts zu heissen Kartoffeln wurden, die niemand mehr in die Hände nehmen wollte. Die nachfolgende Grafik zeigt die Differenz zwischen den (als risikolos taxierten) Schuldverschreibungen des amerikanischen Schatzamts und kurzfristigen Commercial Papers mittlerer Qualität. Ein so scharfer Preisanstieg ohne ersichtlichen äusseren Anlass lässt auf eine krass falsche Erwartungsbildung zuvor schliessen – genau das, was wir im Juli moniert hatten und dessen Ende für uns lediglich eine Frage der Zeit schien.

Überfällig, dafür um so plötzlicher



Anmerkung: Spread zwischen A2/P2 Commercial Papers (entspricht einem mittleren Rating) und US Treasury Bills (90 Tage)

Quelle: Datastream

Es fällt schwer, die quantitative Bedeutung des Marktes für Commercial Papers, ja der Kreditmärkte ganz allgemein, richtig abzuschätzen und darzustellen, weil sich die Verhältnisse in den letzten Jahren deutlich verändert haben und weil dieser Prozess noch in vollem Gange ist. Der Prozess heisst „Securitization“. Er wurde Ende der Achtzigerjahre des letzten Jahrhunderts eingeläutet und läuft darauf hinaus, dass sich die Refinanzierung der Wirtschaft, zunehmend aber auch der privaten Schuldner, immer mehr von den Banken weg zum Kapitalmarkt hin verschoben hat und verschiebt. Der Grund dafür liegt in der neu geschaffenen Möglichkeit und im zu beobachtenden Überhandnehmen der Verbriefung von Forderungen, Eigentumsrechten und Eventualverpflichtungen, was, ökonomisch gesehen, eine höchst sinnvolle Entwicklung darstellt, da die Allokationsmechanismen im Kapitalmarkt dadurch dramatisch an Effizienz gewinnen.

Am augenfälligsten kann dies am Beispiel der nun so berüchtigt gewordenen CDOs erklärt werden. Während früher kommerzielle Kredite oder Hypothekenschulden ihren Weg in Bankbilanzen fanden, um dort bis zur Rückzahlung oder Erneuerung zu bleiben, und die Kreditverhältnisse dann auch von den Geldgebern bewirtschaftet wurden, spielen die Banken heute vermehrt lediglich eine vermittelnde Rolle, währenddem die Forderungen weiterplaziert werden. Im Falle von CDOs – sie stehen für „Collateralized Debt Obligations“, zu deutsch etwa „besicherte Schuldverschreibungen“ – werden nun Ansprüche gegen Schuldner in grosser Vielzahl zusammengenommen, sozusagen in einer Art Topf vermengt. Den Forderungen verschiedenster Qualität innerhalb des Topfs wird sodann tranchenweise eine Rückzahlungswahrscheinlichkeit zugeordnet. Die Tranchen verfügen über ein spezifisches Rating und können von Anlegern einzeln erworben werden. Wenn Schuldner ihre Zins- und Rückzahlungsbetreffnisse nicht leisten können, tritt eine stufenweise Haftung ein: Zunächst wird die Tranche mit der tiefsten Einstufung „verbraucht“, dann die nächste und am Schluss erst die am höchsten eingestufte. Auf diesem Mechanismus beruht die alchemistisch anmutende Möglichkeit, aus einer grossen Zahl schlechter Schuldner zumindest für die zuletzt haftende Tranche ein AAA-Rating zu produzieren. Diese zuletzt haftende Tranche machte während langer Zeit (die tiefen Risikoprämien lassen grüssen...) im Durchschnitt immerhin zwischen 70 und 80 Prozent eines typischen CDOs aus.

CDOs sind eine von vielen sehr verschiedenartigen Ausformungen der Securitisation des Bankgeschäfts, eine sehr raffinierte,

möchte man sagen, die eigentlich eine sehr differenzierte Beurteilung von aggregierten Kreditrisiken zuliesse. Falls – eben! – die Risikoprämien stimmen würden. Die Dekomposition von Bankbilanzen und mithin eigentlich des traditionellen Bankgeschäfts hat aber selbstverständlich, wie alles Neue, auch problematische Seiten, die man im Zuge der Krise nun erst richtig kennenlernt. So ist es natürlich ein Unterschied, ob eine Forderung von einer Bank begleitet wird oder ob sie einfach in einem anonymen Forderungstopf landet. Die Zeitschrift „Economist“ verglich kürzlich diesen Unterschied mit den Verhältnissen bei der Kindererziehung durch die Eltern oder durch öffentliche Kinderkrippen. Die Anreize, dass es gut herauskommen wird, sind für die Angestellten von Kinderkrippen anders als für echte Eltern. Schuldner, deren Ausfall durch physische Nähe schmerzt, behält man besser im Auge als irgendwelche anonyme Besitzer fragwürdiger Baracken in der amerikanischen Prärie. Auch im Vertrieb ergeben sich Unterschiede: Wenn Hypotheken von provisionsgetriebenen Drückerkolonnen an den Mann und an die Frau gebracht werden, dann fehlt ein zur Vernunft mahnendes Element im Vertriebssystem, und dann muss man sich auch nicht über inadäquate Bemessungshöhen wundern.

Wie auch immer: Das Rad der Securitisation wird nicht mehr zurückzudrehen sein. Insgesamt hat der Kreditmarkt als Teil des gesamten Kapitalmarkts eine immense Bedeutung namentlich für die amerikanische Wirtschaft erlangt. Commercial Papers, CDOs, überhaupt die ganze Finanzierung über den Kapitalmarkt basiert aber auf der Annahme, dass, zu unterschiedlichen Preisen zwar, immer irgendwo und irgendwie Geld zu haben sei. Die Krise von Mitte August hat nun aber genau dies in Frage gestellt. Bei den CDOs wurde nicht lediglich die schlechteste Tranche notleidend, sondern der ganze Topf zusammen, weil nämlich niemand mehr den einmal erteilten Ratings der einzelnen Tranchen so recht trauen wollte. Der Markt für Commercial Papers drohte zu kollabieren, weil nicht mehr klar war, wer in einer solchen Marktverengung noch refinanzierungsfähig war. Eine echte Kapitalmarktkrise mit Potential zur Ausbreitung in den realen Sektor hinein. Dieser kann sich, in Amerika in hohem, in Europa in zunehmendem Masse, nicht mehr auf das klassische Bankgeschäft abstützen.

4. Auflösung von Carry Trades

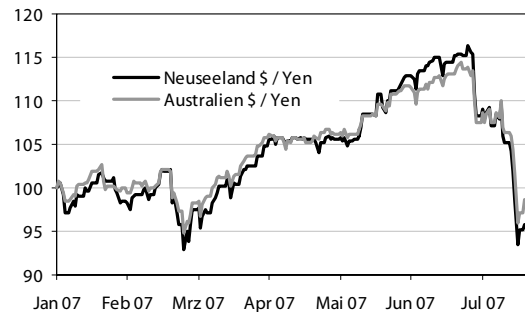
Spekulationen, bei denen man sich zu tieferen Zinssätzen verschuldet und zu höheren Sätzen in Guthaben anlegt, nennt man Carry Trades. Meis-

tens handelt es sich um eine Spekulation über die Struktur der Zinskurve hinweg („aus kurz mach lang“) oder über Währungen mit verschiedenen Zinsverhältnissen oder um eine Kombination von beidem. Auch im Aktienbereich kann man Carry Trades vornehmen, indem man eine Position, von der man annimmt, dass sie an (relativem) Wert verliert, leer verkauft und ein Guthaben dort anlegt, wo man das Gegenteil vermutet. Carry Trades beruhen auf der Annahme relativer Stabilität des zugrundeliegenden Mechanismus, basieren oft auf statistischen Beobachtungen und funktionieren meistens erstaunlich lange. Das heisst, es kann über einen relativ langen Zeitraum vermeintlich risikoloses Geld verdient werden. Wenn der Mechanismus kippt, dann erfolgt dies aber oft in einem groben Schub. Denn zumeist sind die Carry Traders ja keine Einzelgänger; dieselben Beobachtungen über vermeintliche Stabilitäten fallen auch anderen auf. Und je mehr nach dem gleichen oder ähnlichen Muster investieren, desto besser funktioniert für einige Zeit der Carry Trade: Eine „Short-Währung“ sinkt infolge Verkäufen noch weiter, während die Gegenwährung infolge Kaufdrucks steigt, Zinskurven biegen sich unter den verschiedenen Nachfrageverhältnissen noch mehr in die gewünschte Richtung, was selbstverständlich zu erneuten und noch wagemutigeren Spekulationen veranlasst, bis – ja, bis aus welchen Gründen auch immer das unterlegte Korrelationsmuster zusammenbricht. Wegen des eingegangenen Kredits – eine Shortposition ist nichts anderes als ein Lieferversprechen und somit ein Kredit mit variabler Höhe – können die Zeitverhältnisse dann ausserordentlich eng werden. Der Kreditgeber verlangt zusätzliche Deckung, weil das Kreditsubstrat dahinschmilzt. Kann man die Deckung nicht erbringen, muss man sich Hals über Kopf und zu welchem Preis auch immer eindecken. Und da man nicht allein ist, geschieht das quasi simultan, was dann zu den erwähnten Schüben führt.

Namentlich im Währungsbereich sahen wir in den letzten Wochen eindruckliche Muster bei der Auflösung von Carry Trades. Während die notorische Short-Währung Yen in die Höhe schnellte, versank der neuseeländische Dollar, den man wegen seiner hohen Verzinsung so geschätzt hatte, im Marianengraben. Ähnliches passierte mit der australischen Währung. Die nachfolgende Grafik zeigt die Schärfe der Bewegungen deutlich auf. Was gewiss ist: Wer Hals über Kopf auflösen musste, wird hohe Verluste zu beklagen haben. Wir gehen davon aus, dass die grössten Opfer im Hedge Fonds-Bereich zu beklagen sein werden und dass wir diesbezüglich erst eine relativ kleine Spitze eines deutlich grösseren Eisbergs gesehen

haben. Durch die langen Intervalle bei der Bewertung vieler Hedge Fonds ist es schwierig zu sagen, wo die Verluste angefallen sind und wie hoch sie schliesslich sein werden.

So schnell können Korrelationen kippen



Quelle: Bloomberg

Interessant sind auch die Bewegungen in den Zinsmärkten, die ja ebenfalls von Carry Trades gekennzeichnet waren. Das Bisschen an Risikoprämien, das Schuldner mit tieferer Bonität bis vor kurzem noch hergegeben hatten, wurde mit hohem finanztheoretischen Können in breit diversifizierte Schuldenkonglomerate verpackt, und, wie bei den CDOs beschrieben, mit höherem Rating versehen, als es die einzelnen Schuldner verdient hätten. An sich nichts Falsches oder Schlechtes – jede Bankbilanz funktioniert so. Die Refinanzierung dieser Schuldenkonglomerate erfolgte mittels ganz kurzfristiger Commercial Papers. Was also vorgenommen wurde, entspricht einer Fristen- und Schuldnerisikotransformation. Man könnte auch von eigenmittellosen Banken sprechen. Die entsprechenden Vehikel wurden, zu sogenannten „Conduits“ verpackt und in einer wenig regulierten Gegend der Welt juristisch verankert, zum Beispiel europäischen Banken angedient. Im Fokus der Verkaufsanstrengungen standen offensichtlich einige als besonders unbedarft eingeschätzte und wegen ihrer Nähe zum Staat besonders sorglos agierende deutsche Banken, darunter insbesondere einzelne Landesbanken. Als deren Berater fungierten, wie die „Frankfurter Allgemeine“ berichtete, smarte Investmentbanker der Deutschen Bank. Sie sorgten für die geeigneten rechtlichen Vehikel, vermittelten die Produkte, bewirtschafteten die Depots und kassierten Kommissionen. Als die Refinanzierung der „Conduits“ mit kurzfristigen Schuldverschreibungen plötzlich nicht mehr funktionierte, war ebenso plötzlich das Risikosubstrat der garantierenden Banken gefragt. Von einer Mitverantwortung der involvierten Investmentbanker mag vorderhand niemand sprechen. Die Auffangnetze mussten vielmehr die Gruppe der öffentlichrechtlichen Sparkassen bzw. die KfW Bankengruppe bereitstellen. Der „Moral Hazard“

der impliziten Staatsgarantie ist wiederum greifbar.

5. Krise abgewendet – aber wer trägt den Schaden?

Freitag, der 17. August 2007, drohte zu einem ganz düsteren Tag in der Geschichte der Finanzmärkte zu werden. Nachdem die Aktienkurse in Amerika und Europa schon während längerer Zeit am Absacken waren, verlor der japanische Nikkei-Index innerhalb eines Handelstages 875 Punkte beziehungsweise 5.4 Prozent. Aus Amerika wurde die drohende Zahlungsunfähigkeit eines der wichtigsten Anbieter von Hypotheken, Countrywide, gemeldet, und in Europa kamen die Aktienmärkte erneut ins Taumeln, angeführt von Finanzwerten, in deren Bilanzen man haufenweise wertlos gewordene oder nicht mehr loszubringende Positionen vermutete, Nachschusspflichten für Ausserbilanzpositionen und ähnlich Greuliches.

Mit einem Überraschungscoup, der selbst den abgebrühtesten Beobachter an den Finanzmärkten verblüffte, sorgte die amerikanische Notenbank für Entspannung. Eigentlich handelte es sich um einen ganzen Strauss von Überraschungen. Überraschung eins war, dass das Fed überhaupt handelte, nachdem kurze Zeit zuvor sein Chef Bernanke noch beschwichtigend gesagt hatte, er glaube nicht an ein Übergreifen der Hypothekarmarktkrise auf die reale Wirtschaft. Nachdem es aber wegen des sich abzeichnenden Kollapses von Countrywide – die Vermittlerin von Hypotheken bedient mehr als 15 Prozent des amerikanischen Marktes – letztlich um die Frage ging, ob Herr und Frau Amerikaner künftig noch ein Eigenheim haben können, war der Handlungsbedarf evident. Denn wenn keine Hypotheken mehr erneuert, keine neuen mehr ausgegeben werden, dann steht die Wirtschaft still, sehr still sogar.

Überraschung Nummer zwei bestand dann in der Wahl des Instruments, mit dem man die Krise abzuwenden trachtete. Von Greenspan war man an sachte Senkungen des Leitzinses und an sybillinische Äusserungen gewohnt. Das Fed unter Bernanke senkte jedoch den Diskontsatz, zu welchem die Notenbank Wertschriften belehnt. Die Diskontierung von Wertschriften bei der Notenbank ist alles andere als üblich, denn wer solches tun müsste, würde dem Bankensystem zu verstehen geben, dass man andernorts nicht mehr kreditwürdig ist. In normalen Verhältnissen tut man das nicht. An besagtem Freitagmorgen ermunterte (oder eher: zwang) das Fed einige Geschäftsbanken wie die Citigroup, das Diskontfenster des Fed zu benützen. Mit der Senkung des Diskontsatzes von $6\frac{1}{4}$ auf $5\frac{3}{4}$ Prozent kam die Noten-

bank dem System entgegen. Wagemutig, ein totgegläubtes Instrument in der Krise wiederzubeleben.

Überraschung drei: Es funktionierte. Mit einer – im Gegensatz zu einer Leitzinssenkung – geldmengenneutralen Massnahme wurde den Kreditmärkten zu erhöhter Liquidität verholfen, und seither bzw. bis zum Abfassen dieser Zeilen haben sich die Verhältnisse wieder einigermaßen normalisiert. Das heisst, es gibt für die meisten Instrumente wieder Käufer und mithin marktgängige Preise. Das Preisniveau hat sich allerdings deutlich verändert, und auch die Spannen zwischen Angebot und Nachfrage sind aufgrund der Unsicherheiten noch hoch. Die Aufräumarbeiten im System laufen an. So hat beispielsweise die Bank of America angekündigt, dass sie sich an der angeschlagenen Countrywide beteiligen und somit deren Sanierung an die Hand nehmen wird.

Soweit, so (relativ) gut, und entsprechend nett haben sich bis zum Drucktermin auch die Aktienbörsen erholt. Ganz wohl kann es einem dabei aber nicht sein. Denn es steht ja ausser Frage, dass der Finanzsturm grobe Verwüstungen hinterlassen wird. Dies allein rechnerisch: Gemäss einer Faustregel bedeutet eine Zinserhöhung um, sagen wir, 1 Prozent, einen Kapitalverlust um so viel Prozent, wie man für die Ausstände eine theoretische Laufzeit (in Jahren) unterstellt. Wir haben anhand der amerikanischen Gesamtverschuldung eine entsprechende Grobschätzung der durch die Zinserhöhung – um nichts anderes handelt es sich bei einer Erhöhung der Risikoprämien selbstverständlich – entstandenen Verluste angestellt. Für die Konsumkredite (total 2.5 Billionen USD, 1 Jahr Laufzeit): 25 Milliarden Verlust. Geschäftskredite (9.2 Billionen, 8 Jahre Laufzeit): 738 Milliarden. Hypotheken (total 9.8 Billionen, unterschiedliche Laufzeiten und Risikoaufschläge): 428 Milliarden. Das ist sehr viel Geld, und jemand wird die Differenz zwischen dem Stand zuvor und dem Stand von heute ausbuchen müssen. Die Frage, wer den Schaden letztlich wird tragen müssen, ist aber noch offen.

Da und dort tauchen Spitzen dieses Eisberges zwar auf. So berichtete jüngst die Bank of China, sie sei stolze Besitzerin von 9,7 Milliarden Dollar an Wertschriften, die mit US-Hypotheken minderer Qualität unterlegt sind. Kurz zuvor hatte die Industrial & Commercial Bank of China analoge Positionen in der Höhe von 1.2 Milliarden Dollar gemeldet. Über die seltsamen Engagements deutscher Banken haben wir weiter oben geschrieben. Irgendwie hat man den Eindruck, dass es den Amerikanern gelungen sein könnte, ihr seit langem bekanntes Hypothekenproblem nach Europa

und Asien zu exportieren, da aufgrund der Leistungsbilanzen dort ja ein immenser Dollar-Überhang, sprich: Anlagebedarf, entstanden war. Diese Art von Globalisierung wäre punkto Ausmass schon ziemlich neu und überraschend.

6. Senkt das Fed die Zinsen?

Die kleine Modellrechnung über die Auswirkungen einer Zinssatzerhöhung aufgrund eines plötzlichen Anstiegs der Risikoprämien erklärt gleichzeitig auch, weshalb im Zuge einer Krise wie 1998 bei LTCM, 2001 nach den Terroranschlägen und 2007 im Zuge der Hypothekarkrise der Ruf nach einer Senkung der Zinsen durch die Notenbank laut wird. Jedes Viertelprozent, um das die Prime Rate gesenkt würde, hätte eine immense positive Vermögensveränderung zur Folge, insoweit die Zinssenkung der Notenbank auf alle andern relevanten Zinssätze durchschlägt. Das sind die Dollarnötchen, welche eine Notenbank verteilen kann, und es ist klar, dass ein angeschlagenes Finanzsystem nach solchem Manna lechzt.

Nur: Eine Notenbank ist nicht frei in ihrer Zinspolitik. Geschenke ans Finanzsystem müssen wohlüberlegt sein und dürfen überdies nur spärlich eingesetzt werden. Denn erstens kann man dieselbe Zinssenkung nicht einfach wiederholen; Pulver, das verschossen ist, kehrt nicht wieder. Zweitens muss eine Notenbank darauf achten, dass sie durch ihre Gaben keine Inflationserwartungen weckt. Bei einer amerikanischen jährlichen Teuerungsrate von 2.4 Prozent und einer Kernrate (Teuerung ohne Lebensmittel und Energie) von 2.2 Prozent sind die diesbezüglichen Verhältnisse zwar nicht wirklich bedrohlich, der Spielraum für Zinssenkungen ist aber ebenfalls nicht übermässig hoch, und die reale jährliche Wachstumsrate der Wirtschaft von immerhin 1.8 Prozent würden auch nicht direkt nach einer Zinssenkung rufen. Drittens muss eine Notenbank auch auf den Aussenwert der Währung achten, wobei man dem Fed nachsagt, diese Einflussgrösse wenig zu beachten. Die hohe Abhängigkeit der Amerikaner von Erdölimporten würde aber eigentlich etwas anderes vermuten lassen.

Viertens, und im Zusammenhang mit der von uns stipulierten Ursache der ganzen Kreditmarktkrise eigentlich an erster Stelle, setzt eine Notenbank mit jeder konjunkturell nicht begründbaren Zinssenkung aber selbstverständlich ein Zeichen. Wenn die Anleger, von der Bank of China über die Sächsische Landesbank bis zu den Hedge-Fonds-Investoren bei Goldman Sachs und Bear Sterns sich darauf verlassen können, bei jedem größeren Verlust eine Gabe in Form einer Sen-

kung der Prime Rate zu erhalten, dann wird man bald wieder einmal bereit sein, das Rad der Verschuldung anzuwerfen. Der „Moral Hazard“ des Greenspan-Puts, wie diese Art Versicherung durch die Notenbank bezeichnenderweise heisst, ist zur mindestens so wichtigen Beschränkung der Handlungsfreiheit einer Notenbank geworden wie die Gefahr einer Inflationierung des Geldsystems.

So gesehen dürfte das Fed die Zinsen nicht so bald senken. Das weiss Bernanke, und er hatte sich vor der Krise auch in diese Richtung geäussert. Die Finanzmärkte erwarten allerdings etwas anderes. Glaubte vor der Krise erst 5 Prozent der Marktteilnehmer an eine Zinssenkung anlässlich oder vor der Fed-Sitzung am 18. September, so sind es nach der Krise nun fast 70 Prozent. Und sie glauben es nicht nur, sondern handeln auch danach. Man kann die implizite Wahrscheinlichkeit für eine Zinssenkung aus den Terminalsätzen errechnen. Die nächste Krise ist deshalb eigentlich vorprogrammiert, es sei denn, Bernanke folge seinem Vorgänger und finde genügend Gründe, um seinen Schritt zu untermauern.

7. Rezession?

Der triftigste Grund, der eine Zinssenkung durch das Fed nachvollziehbar machen würde, wäre selbstverständlich eine Änderung in der Erwartungshaltung, was das künftige Wirtschaftswachstum betrifft. Die bisherigen Äusserungen der amerikanischen Notenbank liessen stets auf eine zwar zu erwartende leichte Abkühlung, nicht aber auf eine Rezession schliessen. Damit konnten die Finanzmärkte und insbesondere die Aktienmärkte leidlich leben, zumal die Konjunktur in anderen Regionen der Welt ja ausgezeichnet läuft.

Aufgrund der Kreditmarktkrise kann man nun mit sehr viel Berechtigung eine deutlich negative Entwicklung vorzeichnen. In der Tat ist ja schwer vorstellbar, dass in einem einmal völlig ausgetrockneten Markt nach ein, zwei Monaten einfach wieder zum Normalbetrieb übergegangen werden kann. Wenn grosse Finanzhäuser wie Lehman Brothers ankündigen, das gesamte Geschäft mit Subprime Mortgages aufgeben zu wollen und über 1'000 Leute zu entlassen, dann deutet das auf eine klare Redimensionierung in diesem Sektor hin. Offensichtlich wird ganz einfach davon ausgegangen, dass künftig bedeutend weniger Hypothekenvolumen in den Markt geschleust wird. Weniger Hypothekenvolumen heisst aber auch weniger Bautätigkeit. Die private Bautätigkeit macht in den USA normalerweise 5 Prozent der inländischen Bruttowertschöpfung aus. Immerhin.

Enger wird's, wenn man sich den Vermögensseffekt der ganzen Angelegenheit vor Augen hält. Auf die rechnerische Komponente haben wir bereits hingewiesen. Ein Indiz für die effektiven Verhältnisse im amerikanischen Immobilienmarkt liefert der „Philadelphia Housing Index“, ein Aktienindex von Firmen im Bau-, Renovations und Einrichtungsbereich. Er ist seit 2006 im Sinken begriffen, seit Juli 2007 sogar ziemlich dramatisch. Entsprechend dürften die Hauspreise gelitten haben. Da bekannt ist, dass die Drückerkolonnen für neue Hypotheken wie Countrywide in aggressiver Weise die Hauseigentümer zu immer höheren Belehnungen getrieben haben und da angesichts der tiefen Sparquote sehr unwahrscheinlich ist, dass die betreffenden Hauseigentümer nebst ihrer Liegenschaft noch über viele zusätzliche Mittel verfügen, muss davon ausgegangen werden, dass sich nun reihenweise Privatkonkurse ereignen werden.

Home sweet home wird sauer



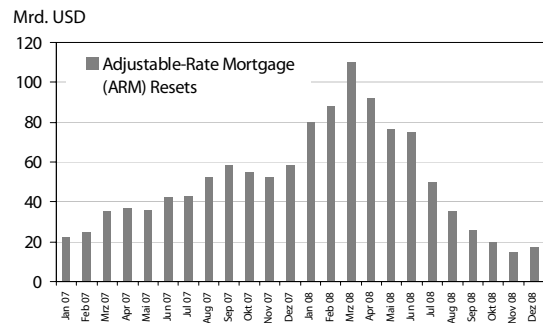
Quelle: Bloomberg

Das ist zwar bekannt – nicht umsonst entstand ja die Subprime-Krise. Was jedoch nicht bekannt ist, sind die Strukturen und Mechanismen, wie sich die USA nun aus diesem selbstverschuldeten Pfuhl hinausretten können. Hypotheken sind ja nicht einfach ein statischer Bestand, sondern ein lebendes Gebilde: Althypotheken müssen erneuert werden, zu hohe Belehnungen gekürzt, notleidende gekündigt, exekutiert oder abgeschrieben werden, und eigentlich sollten auch neue Hypotheken gewährt werden. Wer in aller Welt hat nach der gehabten Krise aber Lust, sich auf dieses Geschäft einzulassen?

Es geht um sehr hohe Beträge. Die folgende Grafik zeigt die monatlich abzuarbeitenden Hypotheken mit variablen Zinsen. Die ARM-Mortgage („Adjustable-Rate Mortgage“) ist eine amerikanische Spezialität, mit der Hauseigentümer in eine Belehnung gelockt wurden, indem man ihnen für eine bestimmte Zeitperiode Geld zu sehr tiefen oder gar keinen zusätzlichen Zinsen gewährte und die Finanzierung dieser Wohltat in die Zukunft schob. Diese Zukunft bricht bei ei-

nem sogenannten „Reset“ nun an. Die Zinsen werden neu festgelegt. Angesichts der gestiegenen Risiken mit Sicherheit deutlich höher, und angesichts der gesunkenen Hauspreise werden sich darüber hinaus noch ein paar unangenehme Gesprächspunkte ergeben. Wenn wir es richtig sehen, dann ist allein im ARM-Bereich ein Refinanzierungsbedarf von etwa einer Billion Dollar zu bewältigen. Good luck.

Neuverhandlungen von Hypozinsen



Quelle: Agora Financial

Wird es gelingen, den Markt für Commercial Papers, der neben diesen ARMs ja noch viele weitere amerikanische Kreditsegmente umfasst, wieder auf Vordermann zu bringen? Einerseits eine logistische Frage, andererseits eine Frage des *Vertrauens*. Denn wenn das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft schwindet, dann wird es um so schwerer fallen, den Kreditmarkt wieder vernünftig zu beleben. Und nun die Preisfrage. Was wird das Vertrauen eher (wieder-)herstellen: eine Zinssenkung oder keine? Hierin liegt das Dilemma, und es könnte sein, dass Bernanke das Falsche tut, was auch immer er tut.

8. Ein Alternativ-Szenario?

Nun sind wir ja nicht unbedingt als Schwarzmalerei bekannt, was ja auch völlig unangebracht wäre, denn als Vermögensverwalter und -berater hat man es ja mit einem Substrat zu tun, das eine positive Durchschnittsrendite haben muss, Krisen hin oder her. Selbst die Ausrichtung auf die Null (besser bekannt unter „Absolute Return“) wäre bekanntlich falsch, weil sie zu einer zu tiefen Investitionsquote führt. Dennoch: Momentan ist es nicht ganz einfach, einen positiven Ausgang aus der Kreditmarktkrise zu ersinnen. Versuchen wir es dennoch, schon aus Prinzipgründen.

Das könnte etwa so gehen: Die Kreditmarktkrise der letzten Woche war ein sehr handfester Beweis dafür, wie effizient das Finanzsystem eigentlich geworden ist. Das besagte System brachte es nämlich fertig, eine durch staatliche Intervention (Notenbanken, Regulatoren) verschuldete Fehl-

lokation von Risiken und Anlagen praktisch auf einen Schlag zu bereinigen und die Risikoprämien trotz aller früheren Greenspan-Puts auf ein marktgerechtes Niveau zu treiben. Was als Krise erschien, war de facto die vielleicht überfällige Reaktion der Märkte auf einen Überschuss an Liquidität, der vernichtet werden musste.

Die Folgen dieser Reaktion werden darin bestehen, dass sich nun ein bedeutend geringeres Kreditvolumen an der effektiven Leistungsfähigkeit der Wirtschaft bzw. der Privaten orientiert. Die amerikanischen Privaten werden, nolens volens, zu sparen beginnen. Dieser Konsumverzicht wird zwar einerseits die ohnehin überhitzte asiatische Wirtschaft bremsen, andererseits aber Mittel schaffen, die zu investiven Zwecken eingesetzt werden können. Im übrigen wird sich das Leistungsbilanzdefizit verringern.

Die Kreditmarktkrise von 2007 wird mit andern Worten lediglich eine Episode gewesen sein auf einem riesigen Siegeszug von so raffinierten Instrumenten wie CDOs, Leveraged Buy Outs (LBOs), „Conduits“ usw. in Richtung einer Welt, in der zu jedem Zeitpunkt zum angemessenen Preis jedes denkbare Risiko gekauft und verkauft werden kann, in der liquide Märkte für die richtige Preiselastizität sorgen und die bei weitem stabiler sein wird als die Welt von ehemals, in welcher ein Kartell von Banken und Regulatoren versucht, den Markt zu „verwalten“.

Und dass solches eintritt, ist *lediglich eine Frage der Zeit...*

9. Die nächsten paar Stolpersteine

Selbst wenn man geneigt wäre, solches und noch mehr zu glauben, muss man sich bewusst sein, dass auch hier die Bemerkung, es sei „lediglich eine Frage der Zeit“, wenig bringt oder gar irreführend ist. Denn zuvor stehen einige zeitlich sehr klar definierte Meilensteine, allenfalls Stolpersteine, im Weg. Das nächste ordentliche Fed-Meeting findet am 18. September statt, das übernächste am 31. Oktober 2007. Dazwischen werden die amerikanischen Unternehmungen ihre Bücher schliessen und revidiert werden. Wenn man hört, dass die grossen Investmentbanken derzeit auf Krediten von rund 330 Milliarden Dollar für geplante LBOs sitzen und deren Finanzierung derzeit im Markt nicht loswerden,

dann kann man erahnen, was das bedeutet. Gegen Ende September werden auch die letzten Hedge Fonds ihre intransparenten Anlagen bewertet haben, und bis dann wird auch klar werden, welche weiteren Banken über „Conduits“ verfügen, die sie bisher weder bilanziell noch ausserbilanziell rapportiert hatten.

Unsere Zurückhaltung gegenüber den Märkten, erstmals im Juli begründet, dann durch interne Rückstufung der empfohlenen Aktienquote anfangs August untermauert, nimmt auf diese konkreten, sehr wohl voraussehbaren Klippen Rücksicht. Unseres Erachtens macht es wenig Sinn, tapfer sein zu wollen, wenn die Risikolage dermassen unklar ist. Wir hätten das Eintreffen des Hurrikans „Dean“, selbst wenn man um die Wahrscheinlichkeit seiner Degradierung zum Tropensturm gewusst hätte, kaum im Strandstuhl abgewartet. Selbst dann nicht, wenn uns dadurch (vielleicht) ein einzigartiges Schauspiel entgangen wäre und wenn uns möglicherweise wertvolles Strandgut zugespült worden wäre.

Transparenz und Liquidität in sämtlichen Anlagen, lange belächelte geschäftspolitische Grundsätze unseres Bankhauses, haben derzeit höhere Konjunktur als auch schon. Unsere derzeitige Anlagepolitik läuft bis auf weiteres, das heisst, bis mehr Klarheit in den aufgezeigten Fragen herrscht, auf eine überschaubare Risikonahme hinaus. Es scheint uns sinnvoll, bei wider Erwarten schneller und problemloser Bewältigung der Kreditmarktkrise einige Opportunitätsverluste erleiden zu müssen. Auf eine nächste Hausse aufsteigen kann man dann immer noch.

KH, 27.08.2007