

Dr.oec. Wolfgang Eisenbeiss
Goethestrasse 39
9008 St.Gallen 28.11.07

Drehbuch eines Debakels – die US Kreditkrise

Angesichts der Tatsache, dass uns das Thema noch viele Monate beschäftigen wird, lohnt es sich, die Sache in einer verständlichen Form revue passieren zu lassen – auch deshalb, weil das Neuland beinhaltende Phänomen über eine reine Hypothekenkrise hinausgewachsen ist. Die Ursprünge reichen noch ins letzte Jahrtausend zurück, als der inzwischen legendäre Alan Greenspan die ehrenwerte Idee vertrat, wonach es jedem einfachen Amerikaner möglich gemacht werden sollte, auf seinen Wunsch hin ein Eigenheim erwerben zu können. Die übergrosse Liquidität des Kapitalmarktes kam dieser Idee in den letzten Jahren sehr gelegen. Einfachen Leuten wurden Hypotheken bis zu 90% des chronisch zu hoch geschätzten Liegenschaftswertes gewährt. Die Hypozinsen lagen tief, wobei die Hypobanken zusätzlich Modelle entwarfen, die für den Start einen lockenden, noch tieferen Satz veranschlagten, um ihn im Laufe der Jahre sukzessive anheben zu lassen. Die Kreditnehmer vertrauten auf die Zukunft, sodass diese steigenden Zinsen schon zu bewältigen sein würden.

Was sich da mit viel Optimismus anbahnte, machte letztlich gegen 10% des gesamten US Hypothekenmarktes von 10 Billionen Dollar (1 Bio = 1000 Mrd) aus. Neu ist dabei die Art und Weise, wie die Hypothekenbanken über mehrere Stufen hinweg diese verbrieften Hypotheken zusammenfassten und an Investmentbanken weiterleiteten, welche ihrerseits mit viel Phantasie daraus Pakete schnürten und diese in handelbarer Form dem Kapitalmarkt zuführten. Die Methode bewährte sich dermassen gut, dass sich das Geschäft auch über den Hypomarkt hinaus in den Geschäftsbereich von Unternehmen ausdehnen liess. Enorm viel konnten allein schon die Banken verdienen als Dienstleistung für ihre innovative Tätigkeit. Sie betrachteten diese neue Geschäftsart denn auch primär als ein Dienstleistungsgeschäft, bei welchem der letzte Investor das Risiko der Investition zu tragen hätte. Aber auch aus Gründen der hohen Zinsmarge ‚rollte der Rubel‘ allseits unerkannt mächtig, zumal diese Obligationen bis zu 10% abwarfen.

Wie kommt es nun, dass ein solch ‚asset backed‘ strukturiertes Produkt, versehen mit einer triple AAA –Bonität, ausgegeben im Februar dieses Jahres, derzeit schon mehr als 30% an Wert eingebüsst hat? Beispiel: Der am Kapitalmarkt gehandelte Index ABX-HE-AAA 07-2 notiert als synthetisches Produkt um die 70%. Es stellt ein Korb von 20 verschiedenen Obligationen dar, die von Gesellschaften wie Citigroup, Bear Stearns, JP Morgan, Morgan Stanley oder Nomura konzipiert worden sind. Schlimmer dran sind freilich tiefer eingestufte Baskets. Ein double AA-Papier, an sich doch weit

überdurchschnittliche Qualität versprechend, kommt noch mehr unter die Räder: so notiert der Basket ABX-HE-AA 07-2, also Anfang dieses Jahres ausgegeben, nur gerade um 40%. Oftmals lässt sich mangels eines funktionierenden Marktes kaum ein Wert einschätzen. Wie soll man einen Titel mit 40 Geld und 70 Brief bewerten? Oftmals ist gar kein Geldkurs vorhanden, d.h. niemand ist interessiert, das ‚Zeug‘ überhaupt zu kaufen...Was ist geschehen?

Zunächst mussten die Preise der Häuser generell als überbewertet eingeschätzt werden. Es kamen nun aber Schätzungen zustande, die unter dem Niveau der erteilten Hypotheken lagen. Die Banken verlangten Nachdeckung bei den Hausbesitzern, die dazu nicht in der Lage waren, sodass es zu vielen ‚for sale‘-Schildern im Gärtchen der Häuser kam. Derweil sank die Nachfrage nach Häusern, nicht nur infolge mangelnder Liquiditäten der in Frage kommenden Käufer, sondern weil diese noch tiefere Preise erhofften. Im weiteren beginnen die grosszügig tief angebotenen Hypozinsen sich nach oben abzusetzen und die Aussicht auf die für später höher zu bezahlenden Zinsen werden zusehends nicht mehr durch die Rosabrille beurteilt. Zahlungsausfälle schwellen an. Was hilft da eine ingeniose Hypotheken- und Schuldenverpackung durch die dienstleistenden Banken? Ihre Produkte sollten doch die Aeste und die Krone gesunder (Hypo-)Bäume werden...nun aber sind die Wurzeln dieser Bäume krank geworden mit all den zerstörerischen Folgen für den ganzen Baum und seiner Umwelt.

Dergestalt sind durch Ausfälle direkte Schäden von etwa 400 Mrd Dollar entstanden. Es zeigt sich, dass bei einem Gesamtbestand von etwa 1200Mrd Dollar an solchen ‚subprime‘ CDO's (qualitativ mindere Collateral Debt Obligations) noch weitere Verluste unbekanntem Ausmasses im Raume stehen. Die Verluste haben die Investoren zu tragen, welche sich beim Erwerb auf den guten Namen der Emittenten verlassen hatten. Auch wenn die klingenden Namen auf den oben erwähnten Obligationen des Basket ABX-HE-AAA 07-2 stehen, tragen diese keine Haftung. Ihre Leistung war der Dienst in Form der Verpackung der Obligationen zu den nun gehandelten verbrieften Konstrukten. Eine Haftung haben sie im sog. ‚disclaimer‘, also im von uns so nett umschriebenen ‚Kleingedruckten‘, ausgeschlossen. Hier liegt ein entscheidender Fehler der Investoren, die sich kaum Rechenschaft darüber gaben, was sie eigentlich kauften – sie liessen sich zu sehr von den hohen Verzinsungen und die guten Namen blenden. Dass die Qualität-Ratings der Obligationen weit zu hoch angesetzt waren ist allerdings ein Punkt, der noch mögliche Sammelklagen von Investoren nach sich ziehen kann. Die Ratingsagenturen wie Moody's und Standard & Poors haben ihre Schelte inzwischen erhalten. Sammelklagen verschiedenster Art werden nun von gewieften Anwälten (Ed Fagan lässt grüssen) in Erwägung gezogen. So z.B. eine Klage seitens der Angestellten von bzw. gegen Citicorp, welche ihr Pensionsbetroffnis zum Teil in Citicorpaktien erhalten. Das Malaise hat schliesslich den Kurs der Citicorpaktie seit Mai 07

von 55 auf jetzige 30 beinahe halbiert und liegt beim 5-Jahrestief: ein Szenario von minus 125 Mrd Dollar auf einem einzigen Titel höchster Qualität, das männiglich schlechthin für unmöglich gehalten hat. Gewiss bringt das taufrische arabische Investment von 7,5 Mrd Dollar in Citicorp Erleichterung, an der Gewinnfront bringt es aber kaum Verschiebungen, wie Morgan Stanley soeben glaubwürdig nachweist.

Die Frage steht im Raum: weshalb verlieren denn die Banken Geld, wenn es doch letztlich die Investoren sind, die sich mit ihrem Verlust an keiner Brust ausweinen können? Die Antwort ergibt sich aufgrund der grossen eigenen Positionen von solchen Obligationen und Konstrukten, die diese Institute für sich selbst erworben haben und vor allem von Positionen, die infolge des inzwischen rüden Marktes bei ihnen hängen geblieben sind. Hier sind *sie* jetzt die Letzten, welche die Hunde beißen. Auch die UBS gehört hierher, die bei bislang getätigten Abschreibungen von 4 Mrd Dollar sich immerhin noch etwa mit 35 Mrd Dollar in solchen Papieren investiert sieht. Ich kann nicht spekulieren, was da an Wertverlust noch dazu kommen könnte. Setzt man das Risiko aber in Relation zu den eigenen Mitteln der Bank in Höhe von 48 Mrd, so sind Stirnfalten angebracht. Bei der SwissRe liegt der Fall insofern anders, als sie Kunden haben, die sich gegen Verluste auf ihren Investments versichert haben. Synthetisch lassen sich heute Obligationen eben dergestalt aufteilen, dass das dem Investment innewohnende Risiko abgespaltet und in separate Wertschriften, den CDS (Credit Default Swaps), eingebunden wird.

Zwei weitere ‚Sünden‘ der Banken, je eine schwere und ein ‚lässliche‘, sind noch anzuführen. So hat es die englische Northern Rock Bank erwischt – und sie dürfte nicht die einzige sein -, weil sie die hohen Renditen der ABS (asset backed securities) mit billigem kurzfristigem Geld glaubte tätigen zu dürfen. Ihre an sich langfristige Anlage ist notleidend geworden und nun macht die in Bälde notwendig werdende Refinanzierung liquiditätsmässig Schwierigkeiten. Des weiteren haben die gestiegenen kurzfristigen Zinsen die ursprünglich lukrative Zinskalkulation gründlich verhagelt. Die mehr ‚lässliche‘ Sünde geht auf die sog. ‚liquidity puts‘ zurück, die den kaufenden Investoren gewährt wurden. Eigentlich als Verkaufsköder gedacht, der wohl nie zum Tragen kommen werde, haben die Investoren mit diesen Puts die Möglichkeit der Rückgabe ihrer Käufe an die Banken, z.T. gemäss einem preismässig nach unten gestuften Plan. Die Banken haben dieses ‚ferne‘ Risiko nicht einmal in ihren Bilanzen aufscheinen lassen, weshalb wir erst mit Verzögerung dieser nun eingetretenen ‚Löcher‘ gewahr werden.

Man kann es drehen und wenden wie man will: es ist die Gier aller involvierten Parteien, die angesichts der enormen Zinsdifferenzen ins Kraut geschossen ist, wodurch alle Warnlampen samt eigener Vorsicht und Verstand schlicht in der Remise ungenutzt aufgebahrt und verstaubt blieben. Verdächtig still ist es bei

den Pensionskassen, von denen zu erwarten gewesen wäre, dass sie sich zum Thema äussern würden. Man darf hoffen, dass ihr Schweigen für einmal Gold für die Versicherten bedeutet. Auch erfährt man kaum etwas darüber, ob und in welchem Umfang Banken solche ‚Subprimes‘ in die von ihnen aufgrund von Kundenvollmachten verwalteten Depots legten.

Es bleibt noch zu überlegen, wie die Kreditkrise für die Konjunktur und Börse sich auswirken dürften. Das ist insofern schwierig, als über den letztlich eintretenden Schaden nur Mutmassungen angestellt werden können. Da es primär um Schäden von Grossinvestoren und Banken geht, sollte der für die Konjunktur wesentliche Einkommensstrom nicht lebensgefährlich tangiert werden. Es geht hier eigentlich um Sekundärschäden insofern, als die privaten Wirtschaftssubjekte durch schwächere Börsen geschädigt werden, vor allem im Bereich der Banken, Versicherungs- und Finanztitel. Sie verzeichnen Einbussen von 30 bis 80%, was sich allein auf den zwanzig grössten börsenkotierten Titeln in einem Verlust von mehr als 1 Bio Dollar niederschlägt. Zu beachten gilt auch die Hebelwirkung der durch Banken erlittenen Schäden im Hinblick auf Ihre Möglichkeiten der Kreditgewährung. Eine Bank kann das Zehnfache eigener Mittel für Kredite einsetzen. Allein der bisherige Schaden von 400 Mrd. Dollar bedeutet eine Wegnahme eines Kreditpotentials von 4 Bio Dollar. Kredite werden also für die Wirtschaft schwerer und nur teurer zu bekommen sein. Dies gilt mindestens im Sinne eines Trends sich vor Augen zu halten, da weitere 400 Mrd an Verlusten im Bereich des Erwartbaren liegen.

Börsenmässig ist seitens der Grossinstitute mit Kurspflege zu rechnen. Nur auf diese Weise dürfte es ihnen gelingen, den hässlichen Klecks im Reinheft, diesen unermesslichen Imageschaden, einigermaßen wegzuwischen und vergessen zu lassen. Weniger traue ich den beschwichtigenden Aussagen, wonach die 1,2 Bio Subprime Mortgages, 1,0 Bio US Asset Backed Commercial Papers, 1,5 Bio Collateral Debt Obligations sowie – man sollte sie auch nicht ausser Acht lassen – herkömmliche 7 Bio Mortgage Backed Securities, im Verhältnis zum über 100 Bio Dollar umfassenden Kapitalmarkt der USA, Japans und der EU, doch kleine Fische seien. Diese Betrachtungsweise setzt allerdings zu Vergleichen von Grössen an, die verschiedene Inhalte berühren. Man kann nicht Gleiches mit Ungleichem messen, was zu falschen Schlüssen führen muss. Für verunsicherte Märkte muss jedenfalls auf Monate hinaus zu rechnen sein.

Dr. oec.. Wolfgang Eisenbeiss