

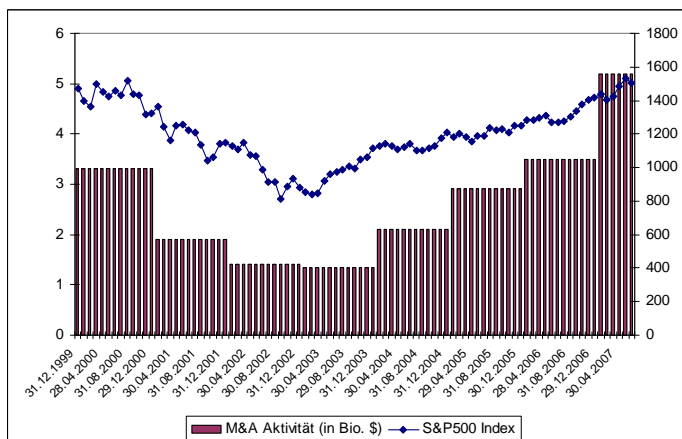
Überfällige Korrektur an den Kreditmärkten Notenbanken in Alarmbereitschaft

- Die durch Verwerfungen im Segment der amerikanischen Subprime-Hypotheken ausgelöste Kreditmarktkrise hat zu wachsender Besorgnis um die Stabilität des internationalen Finanzsystems geführt. Die wichtigsten Notenbanken haben klare Zeichen ausgesandt, dass sie alles daran setzen werden, durch geeignete Liquiditätsspritzen und koordinierte Rettungsmassnahmen für Institute in Schieflage die Krise an den Kreditmärkten in geordnetere Bahnen zu lenken.
- Für die Notenbanken stellt sich die schwierige Aufgabe, mit einer angemessenen Zins- und Refinanzierungspolitik die negativen Folgen einer restriktiveren Kreditvergabe und der Preisrückgänge am US-Immobilienmarkt auf den Konsum abzufangen und gleichzeitig zu vermeiden, durch eine allzu willfährige Notenbankpolitik die Fehlinvestitionen im Subprime-Segment und allfällige andere Übertreibungen im Kreditmarkt der Allgemeinheit zu überbürden. Angesichts der nicht mehr übersehbaren Schwächen der US-Wirtschaft erwarten wir eine erste Zinssenkung des Fed am 18. September.
- Die Turbulenzen an den Kreditmärkten werfen grundlegende Fragen über die Funktionsweise eines Finanzsystems auf, in dem Kreditrisiken in grossem Umfang verbrieft und in anonyme Vehikel ohne ausreichend funktionierende Mechanismen zur Überwachung der unterliegenden Schuldverhältnisse verpackt werden. Eine weitere ungelöste Kinderkrankheit des Marktes für sachbesicherte Anleihen ist das markante Auseinanderklaffen von Volumen und ungenügender Marktliquidität.

Vom billigen Geld ...

Die letzten Jahre boten den meisten Kreditnehmern ein ideales Umfeld. Nicht zuletzt verleitet durch die tiefen Geldmarktzinsen, die der frühere Notenbankchef der USA der Weltwirtschaft zur Vermeidung einer (vermeintlichen) Rezession verpasst hatte, kam es in den USA wie auch an anderen Immobilienmärkten zu markanten Preissteigerungen und einer massiven Ausdehnung des Hypothekarkreditvolumens. Besonders „innovativ“ zeigten sich einige US-Hypothekarkreditinstitute, die trotz frühen Warnsignalen der US-Zentralbank „Subprime“-Hypothekarmodelle entwickelten, die es auch einkommensschwachen Haushalten ermöglichen sollten, qualitativ wenig attraktives und zum Kaufzeitpunkt teilweise bereits überbeuertes Wohneigentum zu erwerben. Den kreditgebenden Banken fiel die Ausdehnung des Finanzierungsvolumens auch deshalb leicht, weil sie die damit verbundenen Risiken packetweise in Form von sog. Collateralised Debt Obligations (CDO) von ihren eigenen Büchern an andere Anleger verkaufen konnten. Solcherart verbrieft Hypothekendarlehen, bei denen die Zinszahlungen wie auch die Kapitalrückzahlung bei Fälligkeit an die Bonität der einzelnen Hypothekarschuldner und die Werthaltigkeit der zugehörigen Immobilien geknüpft ist, fanden grosse Nachfrage vorab bei institutionellen Investoren und spezialisierten Hedge Fonds.

Volumen Unternehmensübernahmen und S&P500



Quelle: KPMG, Bloomberg

Das billige Geld war auch für die im Geschäft der Unternehmensübernahmen operierenden Private Equity Firmen und Hedge Fonds ein idealer Motor zur Steigerung des Geschäftsvolumens. Für diese Akteure war es in den letzten Jahren ein leichtes, grosse Summen an Eigenkapital zu sammeln und zusätzlich Kredite aufzunehmen, um Jagd auf grosse Unternehmen zu

machen. War die Firma einmal gekauft, wurde ein Grossteil der Kredite auf die übernommene Firmen übertragen. In einem zweiten Schritt galt es dann, die Renditen dieser Unternehmen auf Höchstwerte zu trimmen, um sie danach ganz oder scheinbarweise an andere Käufer abzugeben. Auffällig ist dabei, dass die Fremdfinanzierung von Übernahmen in den letzten Jahren stark angestiegen ist. So betrug das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital im Durchschnitt der europäischen Firmenkäufe durch Private Equity Firmen und Hedge Fonds 2004 noch 1 zu 3, während es im Jahre 2006 auf 1 zu 6 stieg. Entsprechend ist das weltweite Volumen von Firmenkäufen in diesem idealen Umfeld im Jahre 2006 auf fast unvorstellbare 3.2 Billionen gestiegen (siehe Graphik). Wiederum waren es die Investmentbanken, welche die zugehörigen Kredite bereitwillig finanzierten, um die damit verbundenen Risiken in Form von sog. Collateralised Loan Obligations (CLO) mit satten Strukturierungsgewinnen an Anleger weiter zu verkaufen.

... zum Platzen der Kreditblase

Die wachsende Hypothekarverschuldung einkommensschwacher US-Haushalte konnte allerdings nur so lange reibungsfrei funktionieren, wie die Immobilienpreise deutlich nach oben zeigten. Steigende Zinsen und seit einigen Monaten deutlich fallende Immobilienpreise haben in den USA dazu geführt, dass die Schuldner im Subprime-Segment ihre Hypothekarschulden reihenweise nicht mehr bedienen können. Damit geriet das immense neu geschaffene Kredit-system ins Wanken, bei dem nicht mehr primär die Banken, sondern immer mehr auch unterschiedlichste Arten von Anlegern wie Hedge Fonds, Pensionskassen etc. letztlich die Kreditrisiken tragen. Da sich mit modernen Kreditinstrumenten wie CDO's und CLO's Pakete von Kreditrisiken mit unterschiedlichster Bonität schnüren lassen, erstaunt es wenig, dass in einer ersten Welle nicht die Banken, sondern vor allem diejenigen Investoren auf dem falschen Fuss erwischt wurden, welche wie einige zwischenzeitlich liquidierte Hedge Fonds mit hohem Fremdkapitalanteil die schlechtesten Risikobündel gekauft hatten.

Die sich häufenden Meldungen über eine stark steigende Zahl von säumigen Hypothekarschuldnern in den USA, Liquiditätsprobleme einzelner US-Hypothekarinstitute wie auch die Zwangsliquidation oder vorübergehende Schliessung einzelner Hedge Fonds haben zu einem generellen Vertrauensverlust und einer drohenden Kreditverknappung geführt. Dabei wurde insbesondere der Interbankenmarkt, d.h. die kurzfristigen Refinanzierungsgeschäfte zwischen den Banken in Mitleidenschaft gezogen. Besonders hart traf es auch den in den letzten Jahren volumenmässig stark

gewachsenen Markt für (kurzfristige) Asset-Backed Commercial Papers. Angesichts der stark gestiegenen kurzfristigen Finanzierungssätze sehen sich zahlreiche Notenbanken wiederholt gezwungen, durch deutliche Senkungen der für Banken massgebenden Refinanzierungssätze die Märkte zu beruhigen.

Riesige Kreditvolumen ohne adäquate Marktliquidität

Bei den verbrieften Hypothekar- und Kreditanleihen hat sich gezeigt, dass die Liquidität in diesem Markt mit dem Volumenwachstum in keiner Weise Schritt gehalten hat. Hedge Fonds, die aufgrund von Anteilsrückgaben und/oder Refinanzierungsschwierigkeiten Positionen abbauen müssen, verkaufen in einen „Markt“ hinein, in dem sie selbst für Kreditrisiken, die mit dem Subprime Markt nichts zu tun haben, mit sehr hohen Abschlägen rechnen müssen. Man mag sich in diesem Zusammenhang auch die Frage stellen, wer bei den anonymen Kreditpaketen das Wohlverhalten der Schuldner überwacht, fällt doch mit der Verbriefung eine der ureigenen Aktivitäten der Banken, die Überwachung der Kredite und Schuldner, vollständig weg. Wenig Verlass ist offenbar auch auf die Rating-Agenturen, deren allzu optimistische Einschätzung von verpackten Kreditinstrumenten sich nur mit einer gravierenden Fehleinschätzung oder aber einer durch Eigeninteressen getrüben Optik erklären lässt. Eine der zentralen Ursachen der aktuellen Probleme zahlreicher Hedge Fonds und Investitionsvehikel ist im weiteren die hohe Fremdfinanzierung, mit denen Investitionen in CLO's und CDO's gehebelt wurden. Verschiedene Banken sehen sich auf diesem Hintergrund nicht ganz selbstlos gezwungen, einigen ihrer stark exponierten Hedge Fonds-Kunden mit speziellen Finanzierungsspritzen zu Hilfe zu eilen, um Notverkäufe von Kreditpositionen auf ein Minimum zu reduzieren. Damit soll insbesondere vermieden werden, dass Preisverwerfungen in einzelnen Kreditsegmenten in eine Spirale münden, die weitere Hedge Fonds zu Notverkäufen zwingen könnte. Verschiedene Promotoren von Hedge Fonds haben in den letzten Wochen zudem fieberhaft versucht, neue Investmentvehikel als Auffangbecken für günstig gewordene Kreditinstrumente zu gründen.

Schwierige Gratwanderung der Notenbanken

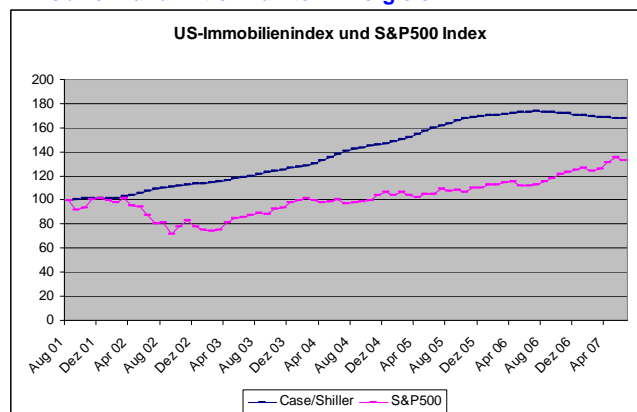
Die sich abzeichnenden grossen Verluste im US-Hypothekarmarkt für Subprime-Risiken haben zu einer generellen Neubeurteilung der Kreditrisiken geführt. Entsprechend sind nach Jahren ausgesprochen tiefer Risikoprämien die Zinsdifferenzen für unterschiedliche Bonitäten in den letzten Wochen querbeet deutlich angestiegen. So ist beispielsweise die Renditedifferenz des JP Morgan European High Yield Bond Index – ein Massstab für die Höhe der Risikoprämien für Unternehmensschuldner geringerer Bonität – allein im Juli gegenüber der Rendite für Staatsanleihen um 121 Basispunkte (bp) auf 344 bp gestiegen. Es lässt sich auch beobachten, dass zahlreiche Finanzinstitute bei der Kreditvergabe generell zurückhaltender geworden sind.

Für die Notenbanken stellt sich in diesem Umfeld die nicht ganz leichte Aufgabe, einerseits einen Flächenbrand im internationalen Kreditsystem zu vermeiden und andererseits nicht den Fehler zu machen, die Fehlinvestitionen zahlreicher Marktteilnehmer im Subprime-Segment und bei Junk Bonds auf die Allgemeinheit abzuwälzen. Dabei ist davon auszugehen, dass die faulen Kredite im Subprime-Segment nach Schätzungen des unabhängigen Konjunkturforschungsinstitutes Bank Credit Analyst auf max. 165 Mia. USD (bei insgesamt 1'200 Mia. USD verbrieften Subprime-Hypotheken) zu veranschlagen sind, eine Summe die deutlich unter den Risikopositionen während der amerikanischen Savings & Loan-Krise Ende der Achtziger Jahre liegt.

Mit Blick auf die Stabilität der Finanzmärkte und des Bankensystems ist der Umstand von Vorteil, dass die Subprime-Risiken dank der Verbriefung weit gestreut sind und – im Gegensatz zu früheren Kreditkrisen - nicht mehr nur vom Bankensystem allein getragen werden müssen. Auch kann davon ausgegangen werden, dass die Notenbanken alles tun werden, um ein Überschwappen der Subprime-Krise auf andere Kreditsegmente mit

allen Mitteln zu verhindern, indem sie den Banken weiterhin ausreichend Liquidität zur Verfügung stellen. Geraten grössere Institute wie kürzlich das wichtigste US-Hypothekar-institut Countrywide Financial Corp. in Schieflage, werden rasch starke Aktionäre wie die Bank of America mobilisiert. Mit einer baldigen Senkung der Leitzinsen in den USA als Epizentrum des Kreditmarktdebakels ist wohl nur dann zu rechnen, wenn sich die Anzeichen verdichten, dass der Rückgang der US-Immobilienpreise und eine restriktivere Kreditvergabe zu einer nochmaligen deutlichen Verlangsamung der US-Konjunktur führen. Es macht ganz den Anschein, dass Notenbankchef Bernanke Zinssenkungen als Allheilmittel für jegliche Verwerfungen an den Finanzmärkten etwas zurückhaltender einsetzt als sein Vorgänger Alan Greenspan, der mittlerweile in Finanzkrisen den "Übernamen „Easy Alan“ trägt. Die Zentralbanken haben zudem klar signalisiert, dass eine Bereinigung der Kreditexzesse durchaus erwünscht ist. Umgekehrt scheint die US-Notenbank angesichts eines Leitzinssatzes von 5.25% und der dämpfenden Wirkung sinkender Immobilienpreise auf die Inflation ausreichend Spielraum zu haben, bei weiteren Turbulenzen im Kreditmarkt mittels Zinssenkungen für eine Beruhigung der Gemüter zu sorgen.

Immobilien- und Aktienmärkte im Vergleich



Quelle: Bloomberg

Unterschiedliche Effekte auf Aktienmärkte

Wir werden in den nächsten Wochen und Monaten in den Medien wohl weiterhin Schlagzeilen über grössere Verluste einzelner Hedge Fonds und Finanzinstitute sehen, welche die Volatilität an den Aktienmärkten hochhalten dürften. Die Zentralbanken haben bislang aber keine Zweifel daran gelassen, dass sie alles daran setzen werden, die Kreditmarktkrise nicht zu einem eigentlichen „Credit Crunch“ anzuwachsen zu lassen. Abgesehen von den grossen Investmentbanken hat sich die Ertragssituation für die meisten Unternehmen nicht einschneidend verändert, sodass aufgrund der fundamental moderaten Bewertung der Aktienmärkte das Risiko weiterer grösserer Rückschläge nicht allzu hoch erscheint. Auch von den Hedge Fonds mit Long-Short-Aktienstrategien sind nur beschränkt Abgaben zu erwarten, da diese im Durchschnitt weit weniger stark kreditfinanziert sind als Hedge Fonds, die in Kreditinstrumente investieren. Aktien könnten auch von Portfolioumschichtungen aus dem Immobiliensektor profitieren, wo die hohen Preissteigerungen fürs erste wohl der Vergangenheit angehören (siehe Chart). Für die relative Attraktivität von Aktien spricht auch, dass die Unternehmen dank des hohen Gewinnwachstums der letzten Jahre ihre Wachstumsstrategien mehrheitlich über ihre eigenen Bilanzen finanzieren können und deshalb von einer restriktiveren Kreditvergabe nicht allzu stark tangiert sein werden.

MR/September 2007