

Spiel mit dem Feuer im US-Kongress Internationales Bankensystem im Stresstest

- Nach dem Konkurs von Lehman Brothers und der staatlichen Rettung des US-Finanzkonglomerats AIG sind in den letzten Tagen weitere Sparkassen und Banken in Schräglage und Finanzierungsengpässe geraten. Mit Fortis, Dexia und Hypo Real Estate mussten auch bekannte europäische Namen staatliche Unterstützung in Anspruch nehmen. Das international eng verbundene Bankensystem ist aktuell einem extremen Druck ausgesetzt und die Notenbanken sehen sich gezwungen, die Märkte mit Liquidität zu „fluten“.
- Hauptursache aller Probleme ist die Immobilienkrise in den USA und die hohen Volumen an Krediten, die in den Jahren 2005 bis Mitte 2007 an nicht kreditwürdige Hausbesitzer vergeben und in Kreditprodukten verpackt wurden. Der Plan des US-Finanzministers Paulsen, einen Teil der „verseuchten“ Produkte durch einen staatlichen Fonds im Umfang von USD 700 Mrd aufzukaufen, ist am 29. September im US-Repräsentantenhaus vorerst gescheitert und hat die US-Aktienmärkte auf Tauchstation geschickt, mit der Folge, dass am Black Monday allein in den USA rund 1'200 Mia. Börsenkapitalisierung vernichtet wurden.
- Ein definitives Scheitern dieses Rettungspaketes hätte unabsehbare Folgen und würde das internationale Bankensystem einem extremen Stresstest unterziehen; eine erfolgreiche Realisierung nach der Zustimmung im zweiten Anlauf brächte dagegen etwas Luft für die zahlreichen Banken, die immer noch grosse Positionen dieses kaum mehr liquiden „Kreditmülls“ in ihren Büchern führen.
- Das Rettungspaket kann den Banken helfen, den Kredithahn wieder etwas aufzudrehen. Die nach unten gerichtete Spirale mit rückläufigem Wachstum, fallenden Immobilienpreisen und einer Kontaminierung weiterer Kreditsegmente könnte damit zumindest abgebremst werden. Entsprechend würde das Risiko reduziert, dass es in den USA wie auch in anderen Wirtschaftsregionen zu ausgewachsenen Rezessionen kommt und das internationale Bankensystem weiter destabilisiert wird.

US-Immobilienmarkt als Mutter aller Probleme

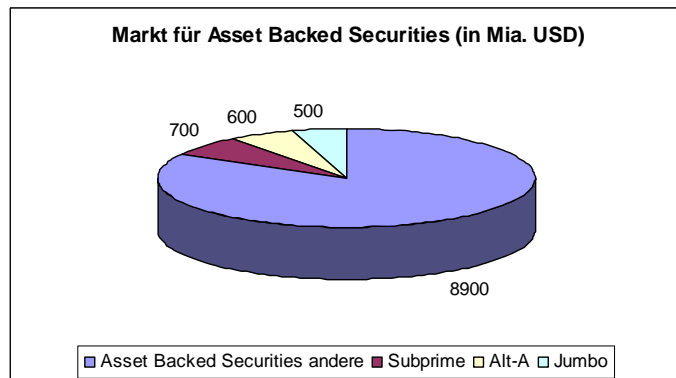
Eigentlicher Auslöser der aktuellen Probleme im internationalen Bankensystem war ein vergleichsweise kleines Segment des US-Immobilienmarktes, die hohen Volumen von Subprime-Hypotheken, die vor allem ab dem Jahre 2005 an nicht kreditwürdige Eigenheimbesitzer vergeben wurden. Die Banken haben diese Kredite in komplexen Produkten verpackt (verbrieft) und in grossem Umfang an Dritte verkauft. Aufgrund gewisser Eigenheiten dieses Marktes und Fehleinschätzungen einiger Investmenthäuser sind grosse Volumen dieser Kreditprodukte wieder auf den Büchern der betroffenen Institute gelandet. Für diese auch als „Giftmüll“ bezeichneten Kreditprodukte, die massiv an Wert verloren haben, besteht heute kaum noch ein Markt und niemand weiss, wo deren „richtiger“ Preis liegt. Dies hat wiederum zur Folge, dass sich die Banken bei der Vergabe gegenseitiger Kredite nicht mehr sicher sein können, ob die kreditnehmende Bank ausreichende Abschreibungen vorgenommen hat und nicht das nächste Opfer der Kreditkrise sein wird. Die Probleme der Banken und das Platzen der Immobilienpreisblase haben auch ihre Spuren in der Realwirtschaft hinterlassen und es besteht die Gefahr, dass immer weitere Segmente des Immobilienmarktes in den Strudel fallender Preise geraten und zusätzliche verbrieftete Kreditprodukte „toxisch“ werden.

Eingrenzung der Kontaminierung durch Rettungspaket

Auf diesem Hintergrund stellt sich für die amerikanische Regierung und die Notenbank die zentrale Aufgabe, die Kontaminierung immer weiterer Segmente des Immobilienmarktes und eine ausgewachsene Rezession in den USA zu verhindern. Kern der Idee des von Finanzminister Paulsen geschnürten Rettungspaketes ist es, den Banken faule Kreditinstrumente abzukaufen und damit die Bilanzen der Banken von diesem kaum bewertbaren Giftmüll zu entlasten. Damit kann auch die Gefahr reduziert werden, dass weitere grosse Banken in Schieflage geraten und ein Dominoeffekt entsteht, bei der eine Bank nach der anderen in den Strudel von Bankpleiten mitgerissen wird. Man geht heute davon aus, dass der Markt der verbrieften Kredite in den USA ein Volumen von rund 9'000 Mia. \$ hat. Dazu zählen etwa auch verbrieftete Autoleasing-Finanzierungen und Kreditkartenschulden. Da die verbrieften Immobilienkredite bereits stark an Wert verloren haben, wird das Volumen dieser Produkte einschliesslich kommerziellen Immobilienkrediten auf aktuell noch rund \$ 2000 Mia. geschätzt, wobei deren Qualität sehr unterschiedlich

ist. Mit den \$ 700 Mia. könnte man bei diesen Grössenverhältnissen doch einiges dazu beitragen, diesen völlig ausgetrockneten Markt wieder liquider zu machen und die Bilanzen einiger Banken zu entlasten. Der Kongress darf sich allerdings nicht mehr allzu viel Zeit für die Annahme des Paketes lassen, da die Zeitbombe bei den maroden Kreditprodukten weiter tickt. Das Rettungspaket von Paulsen kann auf diesem Hintergrund nicht als Auskauf von Wallstreet bezeichnet werden, zumal die Bankaktionäre bereits einen Grossteil ihrer Vermögenswerte verloren haben. Vielmehr geht es darum, die Anspannung im Bankensystem etwas zu lindern und eine eigentliche Kernschmelze mit massiven wirtschaftlichen Folgen zu verhindern. Auch bei einem Erfolg des Rettungsplanes im zweiten Anlauf wäre zwar keineswegs sicher, dass nicht doch noch einzelne Banken durch den Staat gerettet werden müssen. Wie der Fall Washington Mutual zeigt, deren Vermögenswerte kürzlich von JP Morgan übernommen wurden, besteht jedoch ein für den Staat und die Einleger günstiges Übernahmemodell: Der Retter kauft nur die Vermögenswerte und öffnet am nächsten Tag ohne negative Folgen für die Einleger von Geldern wieder die Schalter, nachdem Aktionäre und Obligationäre der fallierenden Sparkasse alles verloren haben.

Volumen verbriefter Produkte (Asset Backed Securities)



In einem gewissen Sinne würde der als Rettungspaket gedachte Staatsfonds wie eine Art riesiger Hedge Fonds funktionieren, der marode Kreditinstrumente zu einem gedrückt-

ten Preis aufkauft und sie dann geordnet wieder zurückverkauft oder auslaufen lässt. Da heute niemand weiss, wo der richtige Preis dieser Produkte liegt, kann auch niemand Prognosen darüber machen, welche Kosten für den amerikanischen Steuerzahler am Ende der Rettungsaktion angefallen sein werden. Trägt der Plan direkt oder indirekt zur Stabilisierung der Situation auf dem US-Immobilienmarkt bei, würde dies die Last der Steuerzahler selbstredend reduzieren, da zumindest ein Teil der Papiere sich als werthaltig erweisen würden. Fällt der Rettungsplan durch und kommt es zu dem auch von Warren Buffet befürchteten „meltdown“ (Kernschmelze) von Banken, Immobilienmarkt und Wirtschaft, könnte dies den amerikanischen Bürger und Steuerzahler letztlich ein Mehrfaches der USD 700 Mrd. kosten, die als Maximalsumme für den Plan Paulsen's vorgesehen sind.

US-Wirtschaft im Rückwärtsgang

Es ist jetzt schon absehbar, dass die amerikanische Wirtschaft einige Zeit brauchen wird, um die massiven Bremswirkungen im Gefolge der Kreditkrise zu verdauen. Auch wenn die Bauwirtschaft in den USA nur wenige Prozentpunkte zum Bruttoinlandprodukt beiträgt, wird dieser Sektor nicht so schnell aus dem Wellental herauskommen. Auch zahlreiche andere Branchen haben bereits zu spüren bekommen, dass die Kreditvergabe der Banken nach den Jahren der Kreditschwemme ins andere Extrem umgeschlagen hat und gewisse Branchen kaum mehr Kredite erhalten. Schliesslich zwingt die aktuelle Situation auch den amerikanischen Konsumenten, die in den letzten Jahren regelmässig mehr als ihr Einkommen ausgegeben haben, den Gürtel auf absehbare Zeit enger zu schnallen. Von der amerikanischen Wachstumsmaschine dürfte die Weltwirtschaft über die nächsten ein bis zwei Jahre deshalb kaum mehr grosse Impulse bekommen. Dass die US-Wirtschaft bislang nicht in eine offizielle Rezession mit zwei Quartalen negativen Wachstums gefallen ist, verdankt sie dem hohen Aussenbeitrag ihrer Volkswirtschaft bzw. den gestiegenen Exporten und den rückläufigen Importen.

Von wegen wirtschaftliche Entkoppelung

Noch vor wenigen Monaten sind viele Marktteilnehmer davon ausgegangen, dass die Kredit- und Bankenkrise ein spezifisch amerikanisches Problem darstellt. In Europa, so wurde noch vor kurzem argumentiert, werde das erfreulich dynamische Wachstum allenfalls etwas gebremst. Wie wir mittlerweile anhand der jüngsten Konjunkturzahlen erfahren mussten, befinden sich mehrere europäische Länder bereits in einer milden Rezession und die Exportwirtschaft muss in einigen Branchen markante Bestellungenrückgänge feststellen.

Neben der USA muss auch China als zweiter weltwirtschaftlicher Wachstumsmotor eine bis vor kurzem kaum für möglich gehaltene wirtschaftliche Abschwächung erleiden. Selbst wenn China in den nächsten Jahren immer noch Wachstumsraten von über 6% ausweisen dürfte, sind einige Exportbranchen bereits spürbar von einem geringeren Nachfragewachstum getroffen. Auch zeichnen sich gemäss Beobachtern in einigen Branchen grössere Überkapazitäten ab, die sich in Europa in Form rückläufiger Bestellungseingänge äussern. Die chinesische Wirtschaftspolitik, deren grösste Sorge vor wenigen Monaten noch eine drohende konjunkturelle Überhitzung war, hat die veränderte Lage erkannt. So hat sie kürzlich bekannt gegeben, dass ihr Hauptaugenmerk nicht mehr der Inflation, sondern dem rückläufigen wirtschaftlichen Wachstum gilt. Folgerichtig hat sie auch die Zinsen gesenkt, um vor allem dem binnenwirtschaftlichen Wachstum neue Impulse zu geben. Wirtschaftliche Bremsspurten zeichnen sich auch in anderen asiatischen Märkten ab, wobei die Aktienbörsen die eingetrübten Zukunftsperspektiven bereits mit Kursrückschlägen von 30% bis 50% vorweggenommen haben. Die vielerorts beschworene Entkoppelung Asiens von den westlichen Industrieländern hat sich zumindest an den Börsen ins Gegenteil verkehrt.

Inflationsgefahr gebannt

Da der Geldmarkt mit kommerziellen Papieren in den letzten Wochen weitgehend zum Erliegen gekommen ist, müssen die Zentralbanken mit riesigen Volumen in die Bresche springen, um den Banken die notwendige Liquidität zur Verfügung stellen. Manch ein Investor mag sich angesichts der offenen Schleusen der Notenbanken und den umfangreichen und kostspieligen Rettungsaktionen von Regierungen und Notenbanken die Frage stellen, ob diese Liquiditätsschwemme nicht über kurz oder lang die Inflation anheizen muss. Ein Marktkommentator hat die aktuelle Problematik kürzlich auf den Punkt gebracht, wonach wir bislang eine Badewanne ohne Stöpsel hatten, bei der die von den Notenbanken geschaffene Liquidität bei den Banken wieder unten herauslief bzw. gehortet wurde, ohne dass diese Gelder für die weitere Kreditvergabe genutzt wurden. Falls der Rettungsplan des US-Finanzministers durchgehen würde, hätte man zumindest wieder den Abfluss halbwegs dichtgemacht, wobei die zurückhaltende Kreditvergabe der Geschäftsbanken dafür sorgt, dass die Badewanne im Gegensatz zu früheren Marktphasen nicht überschwappt. In der Tat muss davon ausgegangen werden, dass die Kreditkrise und das flau wirtschaftliche Wachstum einen stark dämpfenden Einfluss auf die Inflation ausüben. Hinzu kommt, dass bislang vor allem die Gesamtteuerung, getrieben durch hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise, stark gestiegen ist. Nachdem die nach unten gerichteten Wachstumsprognosen sowohl die Preise für Energie wie auch für die meisten Nahrungsmittel teilweise unter das Niveau von Anfang Jahr haben zurückkommen lassen, kann für die kommenden Monate mit deutlich tieferen Inflationszahlen gerechnet werden. Auch wenn der Vergleich vielleicht etwas überzeichnet ist, setzen eine Reihe von Volkswirtschaftlern die aktuelle Situation in den USA mit derjenigen Japans vor bald 20 Jahren gleich, als einstürzende Immobilienpreise eine lange Phase der Deflation eingeleitet hatten.

Welche Anlagestrategie – Empfehlungen für Ihr Depot

Manche Anleger fühlen sich heute ob der täglichen Hiobsbotschaften über die finanziellen Schräglagen noch vor kurzem sicher geglaubter Banken an die Wirtschaftskrise in den dreissiger Jahren erinnert, wie sie diese zumindest aus dem Geschichtsbuch kennen. Damit stellt sich natürlich auch die Frage nach einem sicheren Hort für Geldanlagen. Investoren, die befürchten, dass das internationale Finanzsystem zusammenbricht, müssten konsequenterweise alle ihre Anlage liquidieren und in staatlichen Geldmarktpapieren (z.B. Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft) und Staatsanleihen anlegen.

Geht man demgegenüber davon aus, dass die Regierungen und Notenbanken alles daran setzen werden, die Stabilität des internationalen Banken- und Finanzsystems mit allen Mitteln einschliesslich (Teil-)Verstaatlichungen zu sichern, empfiehlt sich aus unserer Sicht folgendes Vorgehen:

- Aktienbestände halten, da es für Verkäufe zu spät ist und die Märkte fundamental tief bewertet sind;
- Obligationen und strukturierte Produkte gut nach erstklassigen Emittenten diversifizieren;
- Treuhandgelder nur bei erstklassigen Banken anlegen (aktuell empfehlen wir Rabobank, BNP Paribas; Natixis, Deutsche Bank)
- ein Teil des Depotbestandes in Geldmarktpapieren und Anleihen der Eidgenossenschaft anlegen;
- ein Teil in gut diversifizierte Hedge Fund of Funds anlegen (zahlreiche Hedge Fonds haben die aktuelle Krise bisher gut überstanden).

MR