

Smart Money steigt aus. . . .

D A T E N

GLOBAL

Die Bank of Japan beschreibt die Situation in Amerika wie folgt: für die Geldpolitik ist die Korrektur am Immobilienmarkt zweitrangig, da nicht die fundamentale Wirtschaft, sondern nur ein Teil des Finanz-Sektors betroffen ist (WallStreet). Das jüngste FOMC-Protokoll scheint diese Einschätzung zu bestätigen.

Schlagzeilen aus der Wirtschaft

USA: Konjunktur-Daten uneinheitlich. Die überraschend guten Daten aus der Industrie werden von schlechten Nachrichten aus der Immobilien- und Finanzbranche überlagert. So signalisiert der Bestand unverkaufter Immobilien mit 9.6 Monaten, dass die Talsohle noch lange nicht erreicht ist; das Konsum- und Investorvertrauen fällt;

EUROPA: Deutscher IFO-Index überrascht; GfK-Konsum-Index enttäuscht, Daten aus Schweden und der Schweiz enttäuschen;

ASIEN: Daten aus der zweiten Reihe enttäuschen;

Schlagzeilen vom Zins-Markt

- Polen: Zentralbank erhöht Zins um 25 bps;
- Thailand: Zentralbank hat den Zins entgegen der Erwartung nicht gesenkt;
- Kreditvergabe in den USA +9%, Banken bunkern nun verschärft Liquidität auf Vorrat;
- Europa: Wachstum der Geldmenge M3 beschleunigte im Juli auf 11,7%, wobei die Liquiditätshilfen der EZB in diesen Zahlen noch nicht enthalten sind;
- Wie die berühmten Pilze schießen täglich neue Kalamitäten aus dem Boden. Beispiele: das ursprünglich €17 Mrd schwere Sachsen-LB Conduit ist über Nacht auf €60 Mrd gewuchert; die britische HBOS hat bei Conduits €50 Mrd garantiert; ein Teil der Industrie versteckt sich geschickt hinter Prozentwerten, ohne jedoch klare Bezugsgrößen zu nennen; der Titan der globalen Wertpapier-Verwalter State-Street hat 17% in ABCP-Conduits stecken und 42% Wertverlust in einem Geldmarkt-Fund. Für die Deutsche Bank werden 6% und die West-LB 7% aller Assets genannt.

Schlagzeilen vom Aktienmarkt

- Bleibt es beim aktuellen Zinsanstieg in Höhe von 100bps, dann sind Aktien – auf Basis reduzierter Cash-Flows – um mindestens 10% überbewertet. Übertreibungen könnten das Pendel auch stärker ausschlagen lassen.
- Home-Depot reduzierte den Preis einer \$10-Mrd-Beteiligung in weniger als 2 Monaten um 18%, garantierte Teile der Finanzierung und Teile des Eigenkapitals, um den Kollaps des Verkaufs zu verhindern;
- Analysten schätzen, dass Credit Suisse mehr als 50% des Ertrags (CHF 5,6 Mrd) mit LBO-Geschäft verdient hat und warnen vor einem Gewinnkollaps im 2. Halbjahr;

K O M M E N T A R E

Der Markt hat große Mühe, die Flut der Schlagzeilen und Daten zu verdauen, deren Auswirkungen zu analysieren und die richtigen Schlussfolgerungen zu ziehen. Die Suche nach Milliarden-Leichen produziert fast täglich neue Opfer. Das globale „Kapital“, scheu wie jenes besagte Reh, das beim ersten Anzeichen von Gefahr sofort die Flucht ergreift, steigt aus. Insbesondere die als „fast-money“ oder „smart-money“ berüchtigten Investoren sind überzeugt, dass das „Reh“ sich im Schockzustand befindet und nicht so schnell zurückkehrt.

Zum ersten Mal wird die Stimmung an Wall-Street von freundlichen Konjunkturdaten nicht mehr länger beflügelt, sondern getrübt. Wie Butter in der Sonne schmilzt sie, die Hoffnung auf Zinssenkungen oder staatliche Rettung aus der Finanzkrise (bail-out).

Globalisierung und De-Regulierung lassen sich wie folgt rekapitulieren (stenografischer Stil): Zentralbanken am Steuer eingeschlafen → Explosion der globalen Liquidität → Kreditblase → Krise → Streit: soll der Finanzmarkt die Zeche selber schultern oder muss der Staat einspringen (Sozialismus für Reiche). Es geht darum, das Kleinere von zwei Übeln zu wählen.

Finanzmarkt-Mausefalle

Tel.: +49 (0)6196 90 75 330 • Fax.: +49 (0)6196 90 75 340 • email: info@wup-finanz.de

WuP Investitions Management GmbH
Am Limespark 2
D-65843 Sulzbach / Ts

Umsatzsteuer-Nr.: 402 484 2570
Umsatzsteuer-IdNr.: DE 813 562 929
Handelsregister: Frankfurt/Main, HRB 73.612

Die Ursache der Krise firmiert nun unter dem Fachbegriff: Inkongruenzen in der Fristentransformation auf den Bilanzen. Das gab es in der Vergangenheit zwar schon häufiger, aber noch nie synchron, weltweit, in dieser Höhe.

Offensichtlich hat Finanz-Architekt Greenspan das Risiko mit Hilfe quantitativer Akrobatik nicht wirklich eliminiert, sondern nach Ansicht seines Vorgängers Paul Volcker „turbo-laderpotenziert“. Kaum jemand wagt eine Prognose über den Ausgang dieser Episode, aber eins ist klar: die globalisierte „Diversifizierung“ war eine Fiktion.

Erstaunlicher Einklang

Natürlich will nun jeder gewusst haben, dass die Blase irgendwann platzen musste, trotzdem wurden sogar die Profis regelrecht überrollt. Niemand hat damit gerechnet, dass die Krise so abrupt auftritt und gleich den globalen Geldmarkt erwischt.

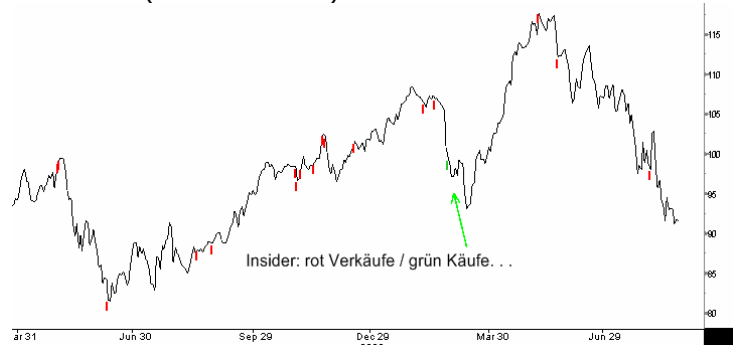
Offiziell rät die Mehrheit der „Markt-Analysten“ ihren Kunden, nicht in Panik zu verfallen, da die Finanz-Krise im schlimmsten Fall kaum mehr als 1-3 Zehntel an Wachstum kosten dürfte. Suspekt klingen allerdings die im gleichen Atemzug aggressiv formulierten Forderungen nach schnellen Zinssenkungen an die Adresse der Zentralbanken (Ausgleich für die erheblich restriktiveren Finanzkonditionen am Kapitalmarkt).

Privat malt jedoch fast jeder den Teufel an die Wand (Domino-Effekt) und steigt klammheimlich aus (smart-money bails out). Insbesondere in der Liquiditäts-Steuerung der Top-Investment-Banken (Handel/Treasury) macht sich tiefes Unbehagen breit. Das Problem wurde unterschätzt: Risiken am Finanzmarkt wurden nicht nur falsch gepreist, die Märkte seien undurchsichtig, der Hebel zu groß und Fristeninkongruenz habe globale Proportion. Das werde teuer, egal in welcher Form der Staat auch hilft, denn die Banken müssen wie im Beispiel Japans die Verluste vorfinanzieren müssen.

Presse / Medien

Das folgende Beispiel steht stellvertretend für die eklatante Fehl-Berichterstattung der Presse. Bloomberg propagiert rekord-hohe Aktien-Käufe durch Finanzsektor-Insider im August als Kaufsignal für Aktien. Galant wird übersehen, dass es sich bei den Käufern um Akteure aus der Regional-Liga handelt, während die Chefs der Top-5 Investment-Banken durch Abwesenheit glänzen (GoldmanSachs, MorganStanley, Lehman, MerrillLynch, BearSterns). Unser Barometer für „Insider“ Verhalten ist der folgende Chart der Deutsche-Bank Aktie („Insider-Käufe/Verkäufe“ werden durch rote/grüne Flaggen markiert). Seit

2002 wurde nur ein Kauf gemeldet, bei 16 Verkäufen (24 Teilnehmer).



Kollektives Aussteigen

Senior Investment-Banker der Top 5 schielen ausschließlich auf die „fast money“ Investoren“ aus der Private Equity/HedgeFund Ecke und warnen: watch what they do, not what they say - und die steigen aus. Dieser Pessimismus hat etwas durchaus Realistisches: niemand kann das wahre Ausmaß der Probleme beziffern. Egal ob credit-crunch, asset-problem oder liquidity-crisis, solange die Experten über Definitionen streiten, raten die Profis zur Vorsicht. Beispiel: Amy Brinkley, Chief Risk Officer der Bank of Amerika warnt: *Investoren bleiben vorsichtig, bis das Problem verstanden ist*. Klartext: die Lähmung dauert länger und damit wächst die Gefahr, dass diese Gesinnung zum Herdentrieb eskaliert. Seth Waugh Chef der Deutschen Bank New York glaubt, der Markt ist am Anfang vom Ende der Panik. Das ist Klartext für: der Ausverkauf hat erst begonnen.

Verzicht auf den Staat

Völlig im Kontrast dazu suggeriert die Masse der Berater den Anlegern „staatliche Rettung“ á la 1987, 1997, 1998, 2000 und verbreitet Durchhalte-Parolen. Es ist just jene Sorglosigkeit, die Angst macht, denn in Japan hat die Bewältigung der Folgen der Blase immerhin gut 15 Jahre gedauert. Nur ein kleines Häuflein Aufrechter Experten plädiert dafür, auf die „selbst-heilenden“ Kräfte der Märkte zu vertrauen. Das sei zwar schmerzvoller, aber gesunder und solider (Details im Verlauf).

Problem 1: Salami-Taktik

Die Berichterstatter verabreichen den besorgten Anlegern Baldrian. Der Versuch, das Problem auf den Begriff „Sub-Prime“ zu marginalisieren, ignoriert die Tatsache, dass der Markt die kumulative Wucht der Verwerfungen an drei eigentlich nicht artverwandten Sektoren zu spüren bekommt, die zufällig gleichzeitig ins Trudeln geraten. Zu dem Anfangs auf \$100-200 Mrd geschätzten Sub-prime-Kollaps gesellte sich nach dem \$300 Mrd schweren LBO-Problem nun der laut Fitch Rating Agency \$950 Mrd schwere ABCP-Gorilla mit Forderungs-besicherten Asset Backed Securities (Autokredite, Ratenkredite,

Kreditkarten). Markt-Veteranen teilen das Urteil der Rating-Agentur S&P, wonach die Auswirkungen jetzt bereits schlimmer sind, als die Russland Krise in 1998;

Problem 2: Intransparenz (Off-Balance-Sheet)

Beispiel Deutschland (IKB, Sachsen-LB u.a.): profitables Wachstum im Kern-Kreditgeschäft war schon seit Jahren Mangelware. Statt den Finanzsektor zu konsolidieren und die Arbeitsplatzverluste in Kauf zu nehmen, wurde künstliches Bilanzwachstum mit Ersatzdebitoren angezettelt. Das Werkzeug: milliardenschwere „Conduits“ investierten in langfristige Forderungskäufe, die über kurzfristige Commercial Paper Emissionen refinanziert wurden.

Das Volumen (300 Mrd?)

Die FAZ schätzt das kumulative Volumen deutscher Banken auf \$100 Mrd, wobei die Sachsen-LB mit \$17 Mrd, die Deutsche Bank mit \$16 Mrd und die Bayern-LB mit \$7 Mrd zu Buche stehen. Die Tatsache, dass die Sachsen-LB nun wohl eher €60 Mrd im Feuer hat, in der Bilanz der Deutschen Bank Hinweise auf nominal €60 Mrd zu finden sind und die Bayern LB zwei zusätzliche Conduits in NewYork mit \$5 und \$ 8 Mrd bestätigt, nährt den Verdacht, dass die konservative FAZ nur das inländische Volumen geschätzt hat, während die Wahrheit inklusive ausländischer Conduits (Bayern+Sachsen-LB) vermutlich beim Faktor 3 liegt.

Die Wirkung

Angeblich stammt der gesamte Jahresgewinn der Sachsen-LB aus Fristentransformation. Mit Hilfe geschickter Gestaltung blieben die Geschäfte unter der Bilanz (Off-Balance-Sheet). Der Trick: Laufzeiten von 364 Tagen (unterjährig) oder Gewinnabführungsverträge (100% Kontrolle / Eigentümer-Status).

Der Nachteil: das Betriebsergebnis der Conduits schlägt voll auf die GuV durch. Beispiel: ein Conduit mit einer Marge von 25 bps und €60 Mrd Volumen produziert jährlich €150 mio Gewinn ohne Kapitaleinsatz (Asset/Liability werden im Conduit saldiert). Verteuert sich die Refinanzierung (über CP oder 3-Monats-Euribor) allerdings wie jetzt geschehen um 100bps, dann produziert das Conduit plötzlich €600 mio Verlust, ein Swing von 750 mio jedes Jahr bis zum Laufzeitende.

Problem 3: Kreditstandards (covenant lite)

Da kaum jemand versteht, wo die Krise so abrupt herkam, soll der Gesetzgeber nun eingreifen. Verschärfte Regulierung ist jedoch keine Antwort auf komplexe Strukturen. Die Derivate sind dabei weniger das Problem. Die Wurzel des Übels liegt in komplexen Kreditverträgen der Marke „covenant lite“. Die

unregulierten Conduits konnten mit unrealistischen Kreditstandards und unkontrolliertem Hebel arbeiten. Hinter „covenant lite“ verbergen sich gar sonderbare Auswüchse: Kredite sind nicht mehr länger kündbar, PIK (payment in kind) erlaubt dem Gläubiger im Verzug neue Schulden zu emittieren und den Konkurs zu verschleiern.

Durch gezielten Verzicht auf die am Kapitalmarkt üblichen Klauseln der Kreditkündigung wurde die Höhe des Ratings maximiert. Beispiel: Verluste auf Assets werden linear über die Laufzeit abgeschrieben (Mark-to-Modell Bewertung) statt mark-to-market, Assets dürfen nicht mit Verlust verkauft werden, Konkurs-Klagen sind vertraglich ausgeschlossen, die Verlust-Finanzierung mit neuen Krediten ist vertraglich festgeschrieben, ein Ausstieg aus den Liquiditätsgarantien ist faktisch unmöglich. Mit Hilfe derart abstruser Verträge wurden entsprechend unrealistische Annahmen über Ausfallwahrscheinlichkeiten, entsprechend statische Bewertungs-Modelle („Mark-to-Modell“) und am Ende aberwitzige Hebel ermöglicht. Praxis-fremde Black-Box Modelle haben das Problem regelrecht potenziert. Eine realistische Bewertung der unglaublich komplizierten Strukturen ist fast so unmöglich wie ungewollt.

Zusammenfassung

Neben dem „Asset-backed“ Gorilla in Form der Conduits und der Hypotheken-Schieflage (aka „Sub-Prime“) türmen sich nun noch die LBO-Kredite. Insider schätzen das Volumen an LBO-Kreditzusagen allein bei JPMorgan auf \$64 Mrd und bei der Deutschen Bank auf \$35, wobei Privat Equity angeblich nur 1/3 Drittel des Eigenkapitals im Feuer hat, Banken/Investoren jedoch 2/3. Nachdem der US-Riese HomeDepot eine Übernahme nur mit 18% Preisnachlass retten konnte, darf jetzt auch über die Ausfallquote im LBO-Sektor spekuliert werden (Assets und Kredite).

FAZIT

Insider bekennen, dass der gesamte Markt-Sektor für „rating-basierte“ Wertpapiere bereits permanenten Schaden genommen hat.

Das Markt-Segment **Sub-Prime** wird vermutlich verschwinden, der **ABCP-Sektor** zur Nische für Spezial-Investoren verkümmern, der Hypotheken-Markt re-reguliert werden und der **LBO-Markt** substanzial schrumpfen (Firmen-Übernahmen).

Die kumulativen Lasten aus Sub-Prime (Hypotheken), LBO-Krediten und ABCP treffen den Finanzsektor zweifach, zuerst in der Form von Alt-Lasten und dann noch mal beim Neu-Geschäft.

1.) Altlasten:

Die Last und Verteilung der potentiellen Ausfälle ist völlig unklar. Es bedarf ganzer Horden von Anwälten um festzustellen, wer wem was schuldet. Schlimmer noch: je nach Ausgestaltung der Verträge können die Verluste entweder sofort oder linear anfallen („Mark-to-Modell“ statt „Mark-to-Market“), was je nach Laufzeit der Wertpapiere bis zu 20 Jahre dauern würde. Viele der milliardenschweren LBO-Deals werden jetzt erst mal auf 12 Monate finanziert, durch Inkongruenz wird jedoch auch dieser Schmerz nur weiter in die Zukunft verschoben. Je länger die Unsicherheit jedoch andauert, desto stärker wird das Vertrauen in die Märkte beschädigt.

Erfahrene Investment-Banker fürchten, dass die Masse der Anleger über die Flucht zur Qualität und die Flucht zur Transparenz die Flucht zurück in einfache Anlagen antreten wird, auch wenn dabei auf Rendite verzichtet werden muss.

2.) Neugeschäft

Künftig werden die Einnahmequellen der Finance based economy selbst für jene Banken, die von Altlasten verschont bleiben, nicht mehr so kräftig sprudeln, wie gewohnt. S&P befürchtet für die Branche einen Gewinnrückgang um 70% bereits im 2. Halbjahr 2007 und stützt sich dabei auf Daten aus der Russland-Krise 1998. Seinerzeit kollabierten die Gewinne der Branche im 2. Hj. um -37%, wobei der 3-Monats-Dollar-Libor allerdings 70bps fiel (s.Grafik untere Linie), doch diesmal trotz Liquidität im Überfluss um 25 bps anzog (obere Linie).

Hier manifestiert sich das wirkliche Problem als Folge der verunglückten Fristentransformation: **eine ausgewachsene Bonitäts-Krise (Vertrauenskrise).**



Reduzierte Gewinnerwartungen stellen die Bewertung des gesamten Sektors in Frage. Beispiel Credit Suisse: Analysten schätzen, dass die Bank mehr als 50% ihres Gewinns in Höhe von CHF 5,6 Mrd mit LBO-Geschäft erwirtschaftet hat.

Zum Abschluss haben wir einige Kommentare von prominenten Investoren gesammelt:

Warren Buffet (Investor Legende): CDO's und CMO'S (Collateralized-Debt und Mortgage Obligations) entsprechen nicht der Wahrheit, sondern einer Fiktion. Der Unterschied in der Bewertungspraxis zwischen „Mark-to-Modell“ und „Markt-to-Market“ sorgt für den Unterschied zwischen gesund und insolvent.

John Mack (Vorstand Morgan Stanley): die wilden Tage sind vorbei; Wall Street wird die bisherigen Mega-Deals nicht mehr länger finanzieren.

Jim Rogers (Rohstoff-Guru, ex-Partner Soros): Das ist die schlimmste Kreditblase in der amerikanischen Geschichte. Die Fed wurde nicht gegründet, um Wall-Street dauernd aus der Patsche zu helfen. Der Markt sollte sich selber überlassen bleiben.

Willbur Ross (Investor Legende): schätzt die Verluste auf mehr als \$500 Mrd. Doch selbst ein Ausfall von 5% der \$2 Billionen an LBO-Krediten macht nur 3% vom GDP aus.

Robert Shiller (Professor Yale-Universität, hat Börsen-Crash 2000 rechtzeitig prognostiziert): auch wenn uns die aktuelle Situation in eine Rezession treibt, so ist das langfristig besser für alle Beteiligten.

Jim Chanos: heute ist nicht die richtige Zeit für den Kauf individueller Aktien. Selbst jene Firmen, die ohne eigenes Verschulden in die Krise geraten, werden hart abgestraft. Wer clever ist, bleibt im Index, denn die Exzesse der Vergangenheit werden pulverisiert (Private Equity, HedgeFunds, Investment-Banken).

Bill Miller (legendärer Legg Mason-Fondmanager): wir beobachten den NYSE-Financial-Index als Barometer und danach steht uns das Schlimmste erst noch bevor (the worst is yet to come).

Stephen Roach (MorganStanley-Cassandra): Die Wissenschaft und die Kunst des Zentralbank-Geschäftes bedürfen dringend einer kompletten Überholung, bevor es zu spät ist.

Die jüngste Entwicklung ist ein Weck-Ruf für das Geschäftsmodell der Geldhüter. Moderne Geldpolitik kann die Vermögenspreis-Inflation nicht mehr länger ausschließen.

(The Art and science of central banking is in desperate need of a major overhaul before it is too late. Most recent events are a wake-up call for modern central banking, monetary policy has to incorporate asset-values).