

Krise, welche Krise ?
Die Finanzkrise aus Sicht der Banken

Zum 10. Versicherungswissenschaftlichen
Fachgespräch

Heutige Situation in den Kapitalmärkten

- Die EZB erhöht den Leitzinssatz um 25 Basispunkte.
- Analysten von Goldman Sachs erwarten höhere Kredit-Belastungen für europäische Banken: Downgrades.
- Der DAX hat seit Jahresbeginn 20% verloren und allein im Juni 10%.
- Der Ölpreis hat sich in den letzten 12 Monaten noch einmal verdoppelt.
- Sind wir dem Ende näher als dem Anfang?

Entwicklungen der letzten 12 Monate

- Aktienmärkte gefallen:
S&P 500 -15%, Financial Sector -44%, Citigroup -67%,
Deutsche Bank -49%, General Motors -70%
- Preise für Kreditabsicherung gestiegen:
Investment Grade 3.5x bis 4x, Financials 8x bis 9x,
Citigroup 10x, AIG 16x, MBIA 250x
- Währungen: Dollar vs Yen -14%, Dollar vs Euro -16%
- Wertberichtigungen bei Banken (lt. Bloomberg):
Nordamerika \$176 Mrd, Europa \$202 Mrd, u.a.
Citigroup \$43 Mrd, UBS \$38 Mrd, Merrill Lynch \$37 Mrd

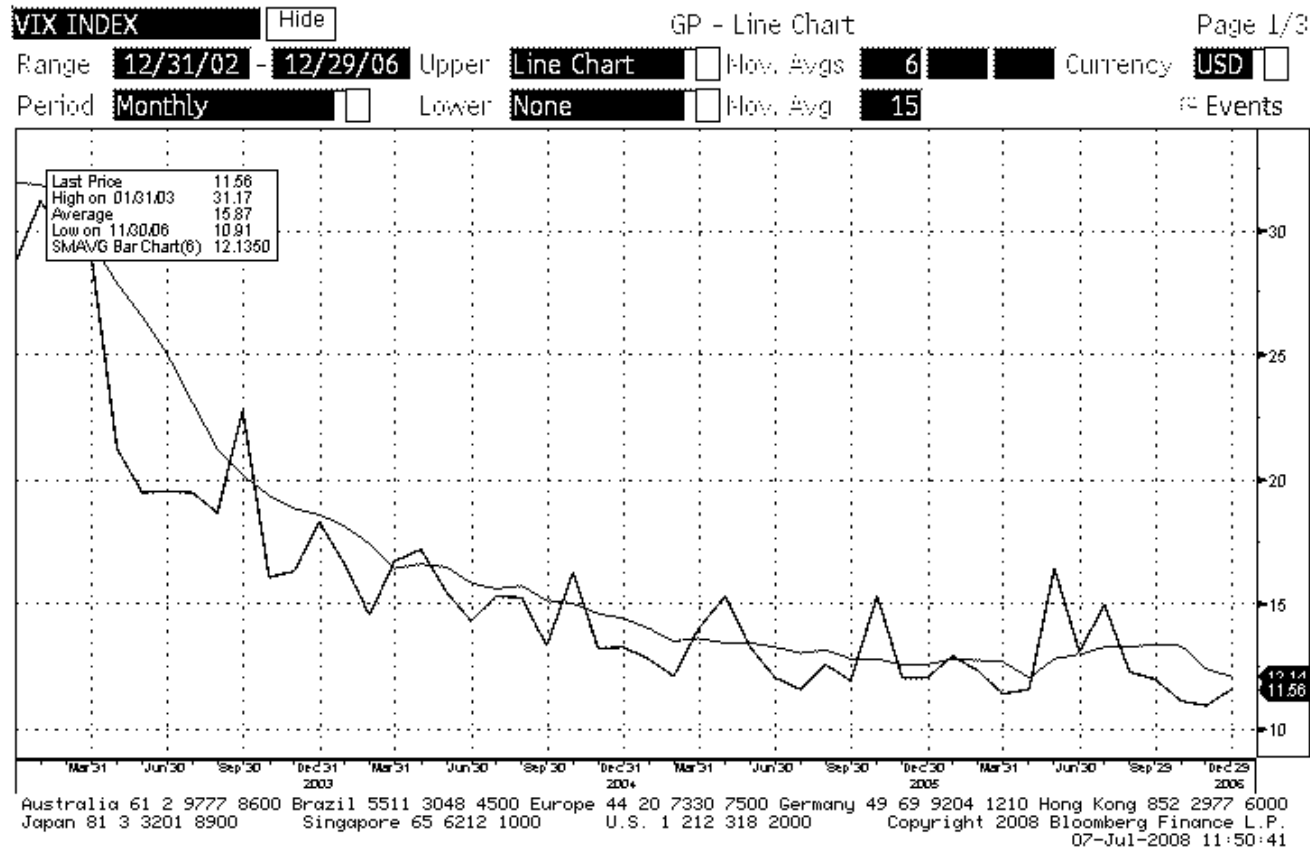
Vor der Krise – Kreditwachstum

- „Global Savings Glut“ (Sparüberhang):
Weniger Investitionen von Unternehmen, teilweise hohe private Sparrate, starkes Wachstum in Asien, Reichtum der öl-exportierenden Länder.
- Amerika absorbiert die Überschüsse mit wachsendem Handelsdefizit. Finanz-Innovationen führen zu enormem Kreditwachstum für U.S. Haushalte.
- Niedrige (Real-)Zinsen bei hohem Wachstum. Extrem hohe Liquidität. Risikoprämien / Renditen sinken.
- Zinserhöhungen der Fed bremsen das kaum.

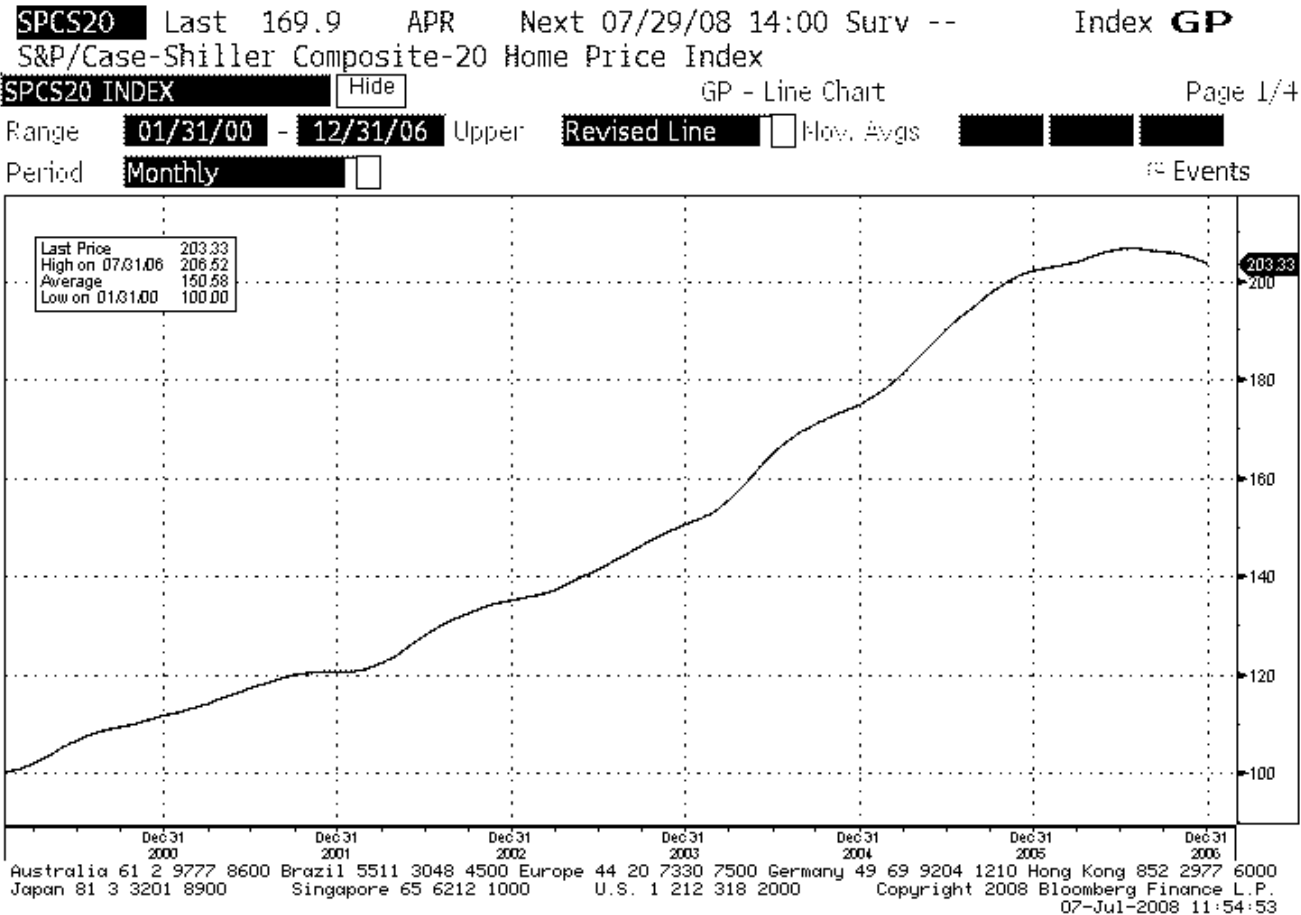
Volatilitätsindex, 2003 – 2006

VIX 24.79Y as of close 7/ 3

Msg:R.KNOCHE



Case-Shiller Index, 2000 – 2006



Entstehung der Subprime-Krise

- Verbriefung von Hypotheken seit mehr als 20 Jahren. Kreditverbesserung durch AAA geratete Bondversicherer und dann seit etwa 10 Jahren zusätzlich durch Financial Engineering.
- Massiv steigende Hauspreise von 2002 bis 2006: immer neue Kreditnehmer, immer mehr Kredit-Innovationen und minimale Zahlungsausfälle ...
- Nachfrage nach Rendite → Nachfrage nach komplexen Produkten → Nachfrage nach „Rohstoff“ (Hypotheken)
- Feb 07: Trend-Unterbrechung in Kapitalmärkten.
- März 07: New Century (wichtiger Subprime Originator) bankrott. Hauskäufe brechen ein.

Cartoon März 2007



Ablauf der Krise – Ereignisse

- Jun 07: Preise geben nach, zwei Bear Stearns Funds können Collateral-Forderungen nicht erfüllen (15.6.).
- Aug 07: ABCP Markt bricht ein – Hedge Fund Verluste – Liquiditätskrise im Interbanken-Markt beginnt (9.8.) – Fundingkosten steigen. Erste Zinssenkung der Fed.
- Okt 07: Massive Abschreibungen bei Banken – UBS 3.4 Mrd (1.10.), Merrill Lynch 5.6 Mrd (5.10.), Citigroup 5.9 Mrd (15.10.), die sich bis Jan 08 noch beschleunigen.
- Herbst 07: Der Private Equity-Boom endet.
- Jan 08: Extreme Unsicherheit, Aktienmärkte fallen. Erhöhte Collateral-Anforderungen zwingen grosse Hedge Funds (u.a. Peloton Partners) zur Liquidation.

Abschreibungen bei Banken

- Beispiel UBS:
\$19 Mrd Abschreibungen 2007, davon Auflösung Dillon Read Hedge Fund \$3 Mrd, Liquiditätsreserve ABS \$2 Mrd, CDO Handelstisch \$13 Mrd.
- CDO Abteilung imitierte die Strategie von Dillon Read, behielt AAA Tranches, über \$50 Mrd seit Feb 06.
- 14.8.2007 Profit Warning.

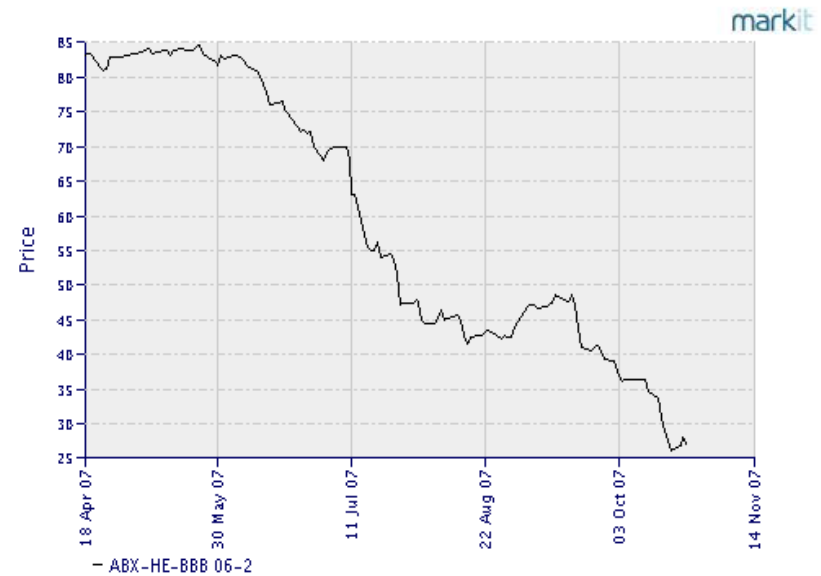
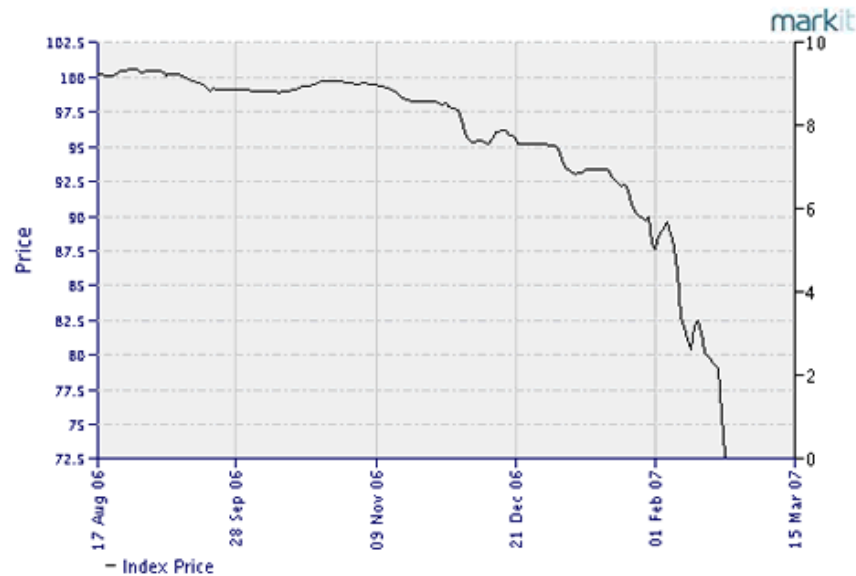
- Zusammenfassung:
Krise begann mit einem unerwartet scharfen Preisrückgang für ABS und CDO. Die Ratings wurden in Frage gestellt. Vor allem Banken halten Structured Finance. – Angst vor einer System-Krise wächst.

Die andere Seite – Goldman Sachs und Paulson & Co

- Markit (Datenservice für Kreditderivate, im Besitz von 16 Brokern) lanciert ersten ABX-Index im Jan 06.
- Goldman profitierte vom Market Making und seit Dec 06 von Short-Positionen auf BBB-Index-Tranchen. 06-02 Index fiel auf 60% im Feb 07, Positionen geschlossen wegen VaR-Limit.
- Apr bis Jun 07: Goldman verkaufte eigene CDO mit Verlust. Jun bis Aug 07: Neue Short-Positionen mit \$1 Mrd Profit.
- Paulson begann Leer-Verkauf von BBB-Tranchen im Sommer 2006 und deckte im Sommer 2007 täglich wieder ein.

ABX-HE-BBB- 06-2 und ABX-HE-BBB 06-2

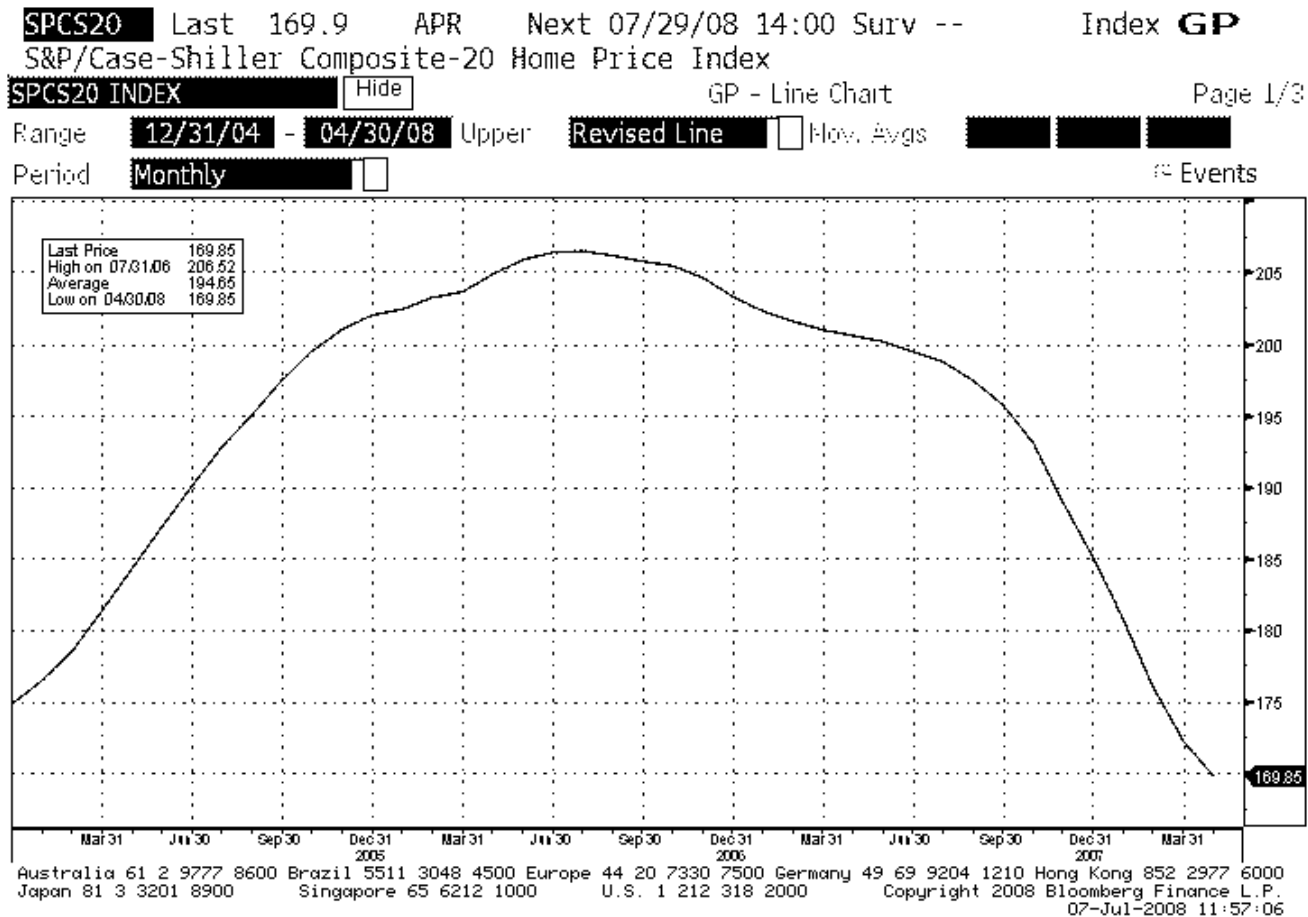
Indizes, die das größte Mispricing repräsentieren:



Was sind CDO's und was haben sie mit Subprime zu tun?

- Subprime: Kreditnehmer mit niedrigerem Kredit-Score. Kredite mit höherem Verschuldungsgrad (87% vs 75% Prime) und öfter mit variablen, anfangs niedrigen Zinsen.
- ABS – Beispiel: 5000 Hypotheken á 200 TUSD ergeben einen ABS mit 80% AAA, 10% AA bis A, 5% BBB („Mezzanine“), 5% Equity.
- CDO – Beispiel: Diversifizierte BBB-Tranchen von 100 ABS werden analog gebündelt. Prozess involviert CDO-Manager, Emittent und Ratingagenturen.
- Wert von Subprime ↔ Entwicklung von Hauspreisen !
Diese fallen seit Anfang 2007 ...

Case-Shiller Index, 2005 – heute



Wie gross sind die Verluste und warum spielen sie eine Rolle?

- Marktgrösse Subprime: \$1500 Mrd.
Marktgrösse Prime: \$10000 Mrd, davon \$1000 Mrd Alt-A Kredite (weniger Dokumentation).
Anleihen aus Private Equity-Boom: \$350 Mrd.
- Nov 07: Goldman Sachs schätzt \$400 Mrd Verlust aus Hypotheken.
März 08: IMF erwartet Verluste i.H.v. \$945 Mrd, davon \$565 Mrd aus Hypotheken.
Jun 08: Bisherige Verluste bei Banken \$400 Mrd.
- Wieviel ist das?
Annahmen Leverage 1:20, \$100 Mrd Kapitalverlust – \$2000 Mrd Kreditschrumpfung, „Credit Crunch“.

Seiteneffekte der Krise

Bondversicherer:

- Dec 07, ACA Capital fällt aus und damit Versicherungen auf \$75 Mrd Bonds, ABS, CDO.
- Jan 08, Merrill Lynch schreibt \$3.1 Mrd ab für ausgefallene Bond-Versicherungen.
- Jun 08, MBIA und Ambac, die über \$2400 Mrd versichern, verlieren AAA-Rating.

Kontrahenten-Risiko im \$60000 Mrd CDS-Markt.

Das Ende von Bear Stearns

- Jun 07: Bear Stearns rettet mit \$3 Mrd die Assets eines seiner High Grade Funds.
- Dec 07: Bear Stearns reportet einen Verlust von \$0.9 Mrd für das vierte Quartal, den ersten seit Gründung.
- 11.3.08: Marktwert \$14 Mrd, Geldmittel \$17 Mrd.
- 14.3.08: Geldmittel \$2 Mrd, Not-Finanzierung von Fed.
- 16.3.08: Die Fed übernimmt \$29 Mrd ABS von Bear Stearns und ermöglicht JP Morgan so die Übernahme.
- 19.6.08: FBI-Agenten verhaften die Fund Manager von Bear Stearns High Grade Fund.

Ausblick

Betroffene Banken müssen sich re-kapitalisieren.

- a) Gewinne? Schlechte Aussichten für die nächste Zeit.
- b) Staatsfonds? Haben über \$50 Mrd investiert und möglicherweise schon über \$10 Mrd verloren.
- c) Neue Aktien? Bereits schwierig (z.B. HBOS \$8 Mrd).
- d) Verbriefung von Assets? Verkauf von Assets ... ?

Der De-Leveraging Prozess geht zunächst weiter und birgt die Möglichkeit, dass sich aus der Liquiditäts- und Kreditkrise eine Solvenzkrise entwickelt.

Material und Datenquellen:

- Bloomberg, Financial Times, Wall Street Journal, Markit
- Analysen von Goldman Sachs, Deutsche Bank, BCA Research, Grant's, Morgan Stanley und von einigen Hedge Funds

Kontaktdaten:

Dirk Dumuschat

Landesbank Berlin AG, London

Tel. +44 20 7572 6449

Email dirk.dumuschat@lbb.de