

Endgame

Von Walter K. Eichelburg
Datum: 2007-07-23

Inzwischen brechen die verschiedenen Bond-Klassen zusammen - besonders die riskanten wie Subprime-CDOs und bei Hedge-Fonds mehren sich die Verluste. Man kann sagen, dass die grosse Finanz-Bubble jetzt kollabiert. Das "Endgame" des Systems, also sein Zusammenbruch ist da. Nur noch die Aktienmärkte halten sich noch, oder werden „gehalten“ - für wie lange?

Dieser Artikel ist eine Fortsetzung von „Endgame“-Szenarien vom März und April 2007. Der [1. Teil](#) hat die damals momentane Situation beschrieben. Der [2. Teil](#) ging auf mögliche Auslöser dieser Krise ein. Der [3. Teil](#) beschrieb ein Ablauf-Szenario, beginnend mit einem grossflächigen Dollar-Abverkauf.

Inzwischen scheint das „Endgame“ richtig eingesetzt zu haben, allerdings etwas anders, als im 3. Teil von Endgame-Szenarien beschrieben. Der US-Dollar hat sich noch recht gut gehalten, obwohl er schon seit einiger Zeit an der „Absturzkante“ von 80 (Dollar-Index) dahinschrammt. Dafür zeichnet sich ein massiver Anbruch bei Bonds schlechter Qualität und bei Derivaten ab. Der klassische Beginn einer Liquiditätskrise also.

Aktuelle Informationen finden Sie auf meiner [„Systemkrise-Seite“](#).

Schulden-Papier wird suspekt:

Begonnen hat es Anfang Juni 2007 mit einem „Mini-Bond-Crash“, primär bei Staatsanleihen. Deren Zinsen sind plötzlich um etwa 0.5% gestiegen, was einen Kursverlust bei langen Laufzeiten von etwa 5% !!! innerhalb weniger Wochen bedeutete. Ein Hinweis darauf, dass die Inflationslügen nicht mehr so ohne weiters geglaubt werden. Das war aber erst der Anfang, denn die weitere Entwicklung fand am „schlechten Ende“ des Bond-Spektrums statt. Übrigens, dieses Ereignis fand bei allen Staatsanleihen statt. Von US-Treasuries über deutsche „Bunds“ bis zu japanischen JGBs. Ein Indiz, dass das Problem allgemein ist und weltweit synchron stattfindet.

Aus dem Privateer#579 (www.the-privateer.com) von Bill Buckler:

The first signals of the impending implosion have already been given. Gold has taken a sudden leap in price and the rise in longer-term US Treasury yields, which has been going on for a month, has suddenly accelerated. The world is in for what is potentially a series of financial earthquakes this northern summer the likes of which it has never seen. It could start anytime, and almost anywhere.

We don't think it will be doing that for much longer. The situation may be contained for the month of June. The chances of it being contained until the end of the northern summer are remote.

Also, die finanziellen "Erdbeben" der Sonderklasse sollten noch diesen Sommer kommen. Sie sind bereits da, seine Vorhersage war korrekt. Er meinte, dass die Situation im Juni 2007 noch stabilisiert werden kann und dann die "Erdbeben" losbrechen – so ist es geschehen.

„Hedgistan“ brennt ab:

Danach ging es erst richtig los. Am 20. Juni kam die Meldung, dass zwei Hedge-Fonds von Bear Stearns in Problemen sind und deren Prime-Broker (und Kreditgeber) Merrill Lynch Teile des Inhalts eines dieser Fonds gepfändet hat und versucht hat zu verkaufen. Das gelang aber nicht.



Damit brach die richtige Krise erst los, denn der Inhalt dieser Fonds waren sogenannte Collateralized Debt Obligations (CDO), grossteils bestehend aus amerikanischen Subprime-Hypotheken, wo sich seit Anfang 2007 die Ausfälle massiv häufen. Diese CDOs wurden mit einem Hebel von etwa 1:10 von den Hedge-Fonds auf Kredit gekauft.

Inzwischen hat sich herausgestellt, dass die Anteile an diesen Hedge-Fonds praktisch wertlos sind. Die Investoren sind um ihr Geld umgefallen. In der Zwischenzeit sind noch weitere Hedge-Fonds mit diesem „Giftmüll“ im Probleme geraten.

Die Frage ist nur, wann ein Massensterben unter den etwa 9000 Hedge-Fonds einsetzen wird. Das dürfte dann zur totalen Systemimplosion führen.

Es ist nicht so, dass es nicht genügend Warnungen gegeben hätte. Verschiedene Institutionen wie BIZ, EZB, etc. warnen schon seit etwa einem Jahr vor einer solchen Hedge-Fond-Krise. Niemand wollte es glauben, jetzt ist sie da.

„Hedgistan“ brennt also gerade ab.

Dieser Ausdruck wurde von Mike Shedlock „ausgeborgt“, der einen sehr guten Artikel dazu geschrieben hat: „[Trouble in Hedgistan Its gonna get a lot worse](#)“.

Waren diese CDOs und andere Kreditderivate nicht eine Art Alchemie, bei der aus Mistkrediten „AAA-Gold“ gemacht wurde. Inzwischen wird aus diesem „Gold“ wieder Blei, wie ein Kommentator schreibt.

Was noch nicht passiert ist:

- a) ein Massensterben von Hedge-Fonds, weil die Kreditgeber und Investoren aussteigen
- b) ein massives „Unwinding“ des Yield-Carry-Trade aus dem Yen zur Finanzierung dieser Fonds

Wenn eines von beiden passiert, werden die heute schon enormen Verluste ins Unendliche ansteigen und die kreditgebenden Banken mitreissen. Es ist nur eine Frage der Zeit und kann jeden Tag eintreten.

„Junkistan“ implodiert:

Die nächste Krisen-Baustelle, die es auch noch vor einem Monat nicht gegeben hat. Die bisherige Vorliebe für Kredit-Risiko um jeden Preis ist der Risikoangst gewichen.

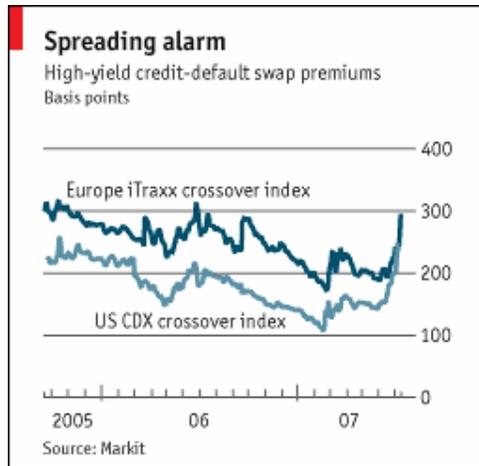
Ambrose Evans-Pritchard schreibt im britischen [Telegraph](#):

With the usual time-lag, we are now starting to see the denouement. The issuance of new-fangled CDOs (collateralised debt obligations), CLOs (collateralised loan obligations) and other exotica that make up the \$2.5 trillion world of structured finance has come close to freezing since two Bear Stearns hedge funds blew up on US property bets.

While the epicentre of this credit crunch is America, the tremors are hitting Europe. Hardly any junk bonds have been issued for three weeks. Traders are on the sidelines, holding their breath.

Obwohl das Epizentrum des Desasters eindeutig die USA sind, trifft es auch Europa. In den letzten 3 Wochen konnten kaum mehr Junk-Bonds (Anleihen schlechter Kreditqualität) ausgegeben werden.

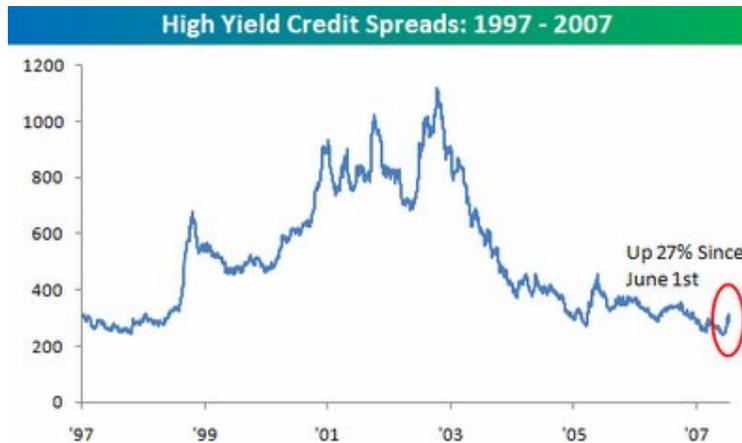
Bislang konnten die wildesten Firmenkäufe auf Kredit finanziert werden, jetzt nicht mehr. Inzwischen werden auch die CDOs von den Rating-Agenturen (die kommen immer zu spät) massiv heruntergestuft, oft gleich um 8 Stufen von AAA auf Junk. Das Junk-Universum wächst also sogar ohne weitere Bond-Ausgaben.



Hier sind etwa die Spreads der Junk („High Yield“) Bonds in den USA und Europa (20. Juli). Besser gesagt sind es die Preise der CDS (Credit Default Swaps, ein Absicherungs-Derivat) für solche Bonds, umgelegt auf die Zinsabstände (Spreads) zu Staatsanleihen in der gleichen Währung.

Seit Anfang Juli 2007 explodieren diese Spreads förmlich. Der Tiefpunkt der Spreads und damit der Höhepunkt der Kreditbubble war eindeutig im Juni 2007. Inzwischen ist nichts mehr, wie es war.

Sehr bezeichnend ist auch dass die Entwicklung in den USA und Europa genau synchron läuft. Kein Wunder, es sind doch auf beiden Seiten des Atlantik die selben Strukturen und Firmen am Werk.



Dieser Chart ist auch interessant. Er zeigt die Entwicklung der USD-Junk-Spreads über 10 Jahre seit 1997.

Der Höhepunkt mit über 10% Zinsabstand (die Skala ist in Basispunkten – 0.01%) war Anfang 2003, danach setzte die Reflation richtig ein und die Zinsen fielen dramatisch. Seit Juni 2007 sind die Spreads aber schon um 27% gestiegen. Das ist erst der Anfang, bald werden die Bankrotte kommen

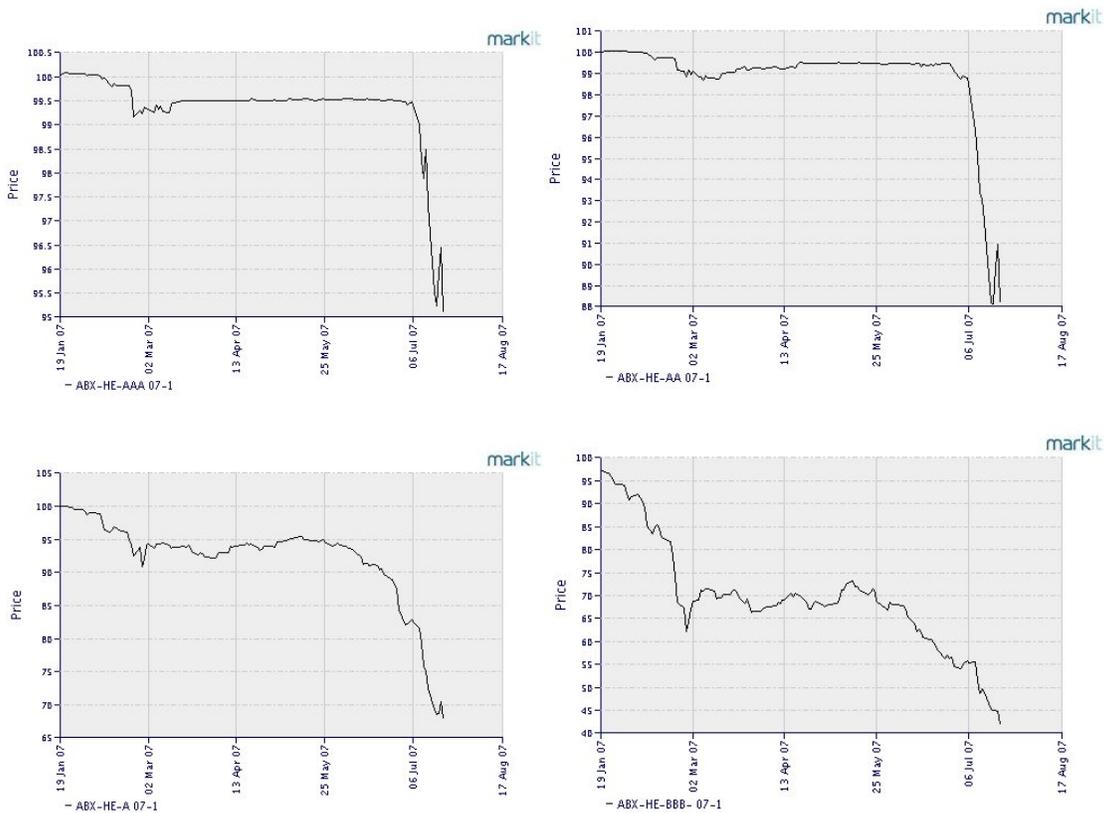
Das CDO-Desaster:

Die meisten der oben erwähnten US-Subprime-CDOs kann man inzwischen getrost „Junkistan“, zuordnen, auch wenn sie noch ein AAA-Rating von Moodys oder S&P tragen:

Die nachfolgenden Daten wurden von dieser Website entnommen:

<http://www.markit.com/information/affiliations/abx>

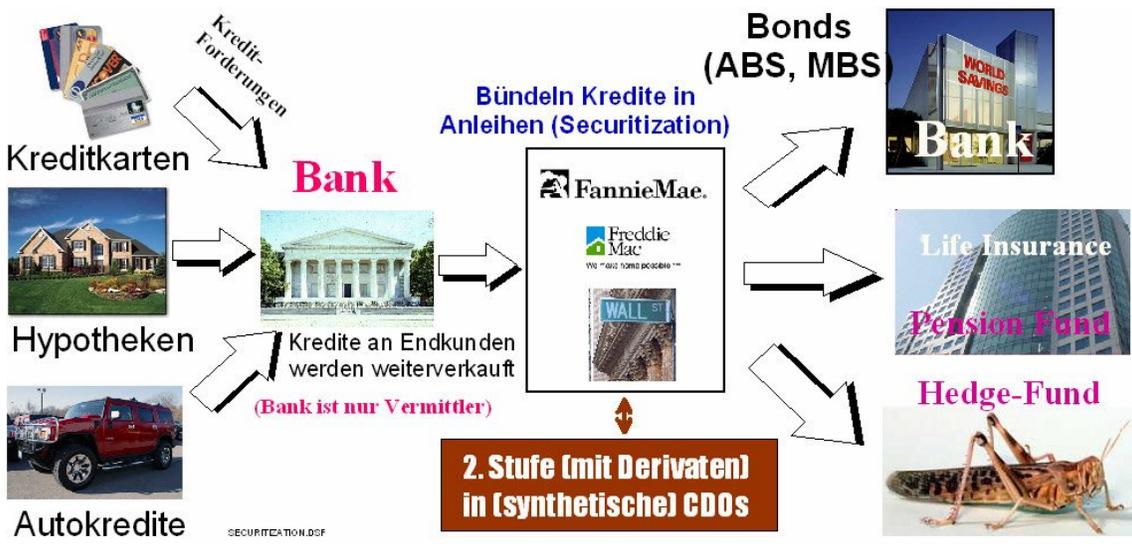
Die Preise dieser CDOs sind in den nachfolgenden Charts für verschiedene Risiko-Tranchen (AAA, AA; A, BBB-) dargestellt. Die Bonds laufen 30 Jahre !!!



Hier sieht man, der erste, kleine Preis-Einbruch war Ende Februar 2007, wo die Subprime-Krise öffentlich geworden ist. Erst seit Anfang Juli (mit der Bear Stearns Krise) kam der massive Einbruch, besonders der besten Risikoklassen AAA und AA.

Dies sind sogenannte „synthetische CDOs“, wo über beigemischte Derivate (Kreditversicherung) die „Qualität“ gesichert wird. Bei einem Einbruch muss der Versicherer (Versicherungsgesellschaft, Bank, etc.) die Differenz bezahlen. Die schlechteren Tranchen wie BBB- haben diese Verrisicherung nicht und sind daher viel früher heruntergegangen.

Die Verluste dieser Kreditversicherer müssen derzeit schon enorm sein. Wenn diese kippen, dann dürfte das grosse „AUS“ für das System kommen, der Derivatencrash.



Securitization:

Die derzeitige Kreditbubble konnte nur durch die Kredit-Securitization solche Ausmasse annehmen. Das Bild oben zeigt den Prozess. Dieser ist in allen englischsprachigen Ländern besonders ausgeprägt, also war dort die Bubble am Grössten.

Kredite verschiedenster Art werden von Banken vergeben und weiterverkauft. Meist sind das gar keine echten Banken, sondern Kreditfirmen – „Lenders“. Davon sind in den USA schon etwa 100 grössere untergegangen, wie das „[Mortgage Lender Implode-O-Meter](#)“ von Aaron Krowne zeigt.

Diese Lenders haben mit grösstem Druck Hypotheken (Mortgages), Autokredite, etc. verkauft, auch am Leute, die sich die Kredit-Rückzahlungen nicht leisten konnten → „Subprime-Mortgages“. Die Lenders oder Banken (bei Kreditkarten) haben diese Kredite an Wall Street Häuser wie Bear Stearns weiterverkauft. In den USA auch an die halbstaatlichen Finanzierer Fannie Mae und Freddie Mac.

Dort wurden diese Kredite entweder nur gebündelt und als Anleihen weiterverkauft. Oft auch in Risiko-Tranchen unterteilt und dann verkauft. Das Resultat heisst dann:

- MBS oder RMBS: (Residential) Mortgage Backed Security
- CMBS: Commercial Mortgage Backed Security, von Business-Immobilien
- ABS: Asset Backed Security, aus Autokrediten oder Kreditkartenschulden

Bei uns gibt es übrigens auch RMBS. Diese heissen „Pfandbriefe“ und unterliegen viel strengeren Vorschriften als die US-MBS.

Oft wird dann noch eine 2. Stufe eingeschaltet, wo meist die schlechteren Tranchen der MBS noch einmal tranchiert werden. Diese heissen dann CDOs (Collateralized Debt Obligations). Diese müssen nicht „rein“ sein, d.h. von nur einer Kreditquelle gespeist sein. Es können etwa auch Kredite aus Firmenaufkäufen (CLO – Collateralized Loan Obligation) und ähnliche Dinge beigemischt sein.

Um die Qualität der CDOs zu verbessern und das begehrte AAA-Rating zu bekommen, hat man auch oft Derivate zur Kreditabsicherung beigemischt. Diese heissen dann „Synthetische CDOs“. Der kaum brauchbare Rest heisst „Equity-Tranche“ und trägt das höchste Ausfallsrisiko. Je höher das Rating, umso niedriger sind die Zinsen.

Die ABS/MBS/CDO-Abnehmer:

Diese waren vielfältig, jedoch waren kaum Einzel-Investoren dabei:

- a) Banken (weltweit) und deren Investment-Fonds
- b) Lebensversicherungen und Pensionsfonds (kauften gerne die Equity-Tranche)
- c) Hedge-Fonds, die sie mit Krediten kauften

Diese Dinge sehen wie eine normale Anleihe mit Zinssatz und Laufzeit aus, sodass sie elektronisch handelbar sind. Das gilt aber kaum für die CDOs, da deren Liquidität sehr gering ist. Daher hat man hier den Preis nicht am Markt (Mark-to-Market) bestimmt, sondern nach Modellen, auch genannt „Mark-to-Model“, oder besser „Mark-to-Fantasy“. Jetzt fliegt die Realität auf und man sieht, dass viele dieser Papiere übelster Junk sind, in der Branche auch als „Giftmüll“ bezeichnet.

Dazu gibt es einen sehr guten Artikel von Paul Tustain: [Investment Landfill: How professionals dump their toxic waste on you.](#)

Die Abnehmer dieses Finanz-Giftmülls bezeichnet er als „Müllhalde“ (Landfill). Das entscheidende Element ist immer, dass in Wirklichkeit „kleine Leute“ wie Pensionsanwärter, Fond-Investoren, etc. das reale Risiko tragen, die Finanzbranche kassiert immer vorab Provisionen.

Risiko war egal, nur Provisionen zählten:

Es gibt aus den USA Berichte über übelste Praktiken beim „Verklopfen“ der Hypotheken, So bekamen etwa 102 jährige eine (Subprime-) Hypothek mit 30 Jahren Laufzeit oder mexikanische Erntearbeiter mit \$14000 Jahreseinkommen welche für \$700000 Häuser in Kalifornien.

Bei uns versuchen die Banken immer noch dafür zu sorgen, dass die Kredite auch zurückgezahlt werden. Daher ist meist ein Eigenmittelanteil von 20..30% Pflicht, ausserdem wird das Einkommen geprüft. Aber auch in Deutschland werben bereits Subprime-Firmen wie GMAC (aus den USA bekannt) mit Hypotheken mit bis zu 130% Finanzierung. Die verkaufen natürlich die Kredite wie oben beschrieben weiter.

Der gesamten Kette von der Bank/Lender über den Bündler bis zum Hedge-/Pensionsfond ist es eigentlich egal, was mit den Krediten geschieht. Sie alle bekommen ihre Provisionen vorab. Bis jetzt, wo sich die Ausfälle massiv häufen und das System implodiert.

„Mergistan“ stoppt:

Es gibt noch eine Branche, wo so gearbeitet wurde: bei der derzeit laufenden Welle von Firmenaufkäufen auf Kredit (LBO – Leveraged BuyOut). Besonders die Grossen wie Blackstone, KKR, Cerberus haben hier in den letzten Monaten eine unglaubliche Aktivität an den Tag gelegt.

Wie laufen diese Deals:

Eine „Private Equity“ (PE) Firma (auch „Heuschrecken“ genannt) kauft eine Firma (meist von der Börse) um einen sagenhaften Preis auf. Das „Private Equity“ (Privates Eigenkapital) kommt heute meist von Pensionsfonds, nicht mehr von den „Reichen“ und machte in der letzten Zeit nur mehr 20% des Kaufpreises aus. Der Rest wird als Kredit eingebracht (nicht nur von Banken, auch von Hedge-Fonds, Pensionsfonds, etc.) und dann der übernommenen Firma aufgehalst. Die Partner der PE-Firma verdienen mächtig über „Fees“ aller Art. Das Risiko tragen wieder die „kleinen Leute“ über Pensionsfonds und Spareinlagen.



Aber auch hier wird es jetzt eng. Reihenweise fallen jetzt diese angekündigten Deals um, weil sie nicht mehr finanziert werden können. Auch dies seit Anfang Juli 2007. Das hat mit der oben beschriebenen Junk-Bond-Krise zu tun, denn die LBO-Kredite landen meist als Junk-Bonds am Markt, die von Hedge-Fonds oder Pensionsfonds gekauft wurden. Auch hier wieder das gleiche Spiel.

Verschiedene Wall-Street-Firmen wie Goldman Sachs oder Deutsche Bank bringen jetzt ihre Zwischenkredite nicht mehr als Junk-Bonds los, mit denen sie diese LBOs ursprünglich finanziert haben.

Inzwischen stellen grosse Investment-Banken schon Konkurspezialisten für die Umstrukturierung dieser Kredite und Junk-Bonds ein, da sie eine massive Pleitewelle unter übernommenen Firmen erwarten. Die Zeche zahlen hier zusätzlich die Arbeitnehmer, also wieder die „kleinen Leute“.

Die „Finanzherde“, die noch vor 2 Monaten in die riskantesten Deals gestürzt ist, ist dabei umzudrehen. Expecten Sie, dass die Flucht in die Gegenrichtung viel heftiger ausfallen wird, als der Weg hinein. Die Preise aller Assets werden dann im Boden versinken.

Wann implodiert das System?

Inzwischen kracht das System bereits an vielen Stellen. Trotzdem wird immer noch der „schöne Schein“ an den Aktienmärkten aufrechterhalten, indem die diversen „Plunge Protection Teams“ (PPT) besonders die US-Börsen hoch halten. Denn bei einem Aktiencrash (der sicher kommen wird) würde das Debakel für Alle sichtbar.

Ausserdem wird weiterhin der Goldpreis gedrückt und die reale Inflation „heruntergelogen“, um einen allgemeinen Bond-Crash zu verhindern. Aber bei beiden Sachen geht das immer schwieriger. Die

Inflationlügen werden immer weniger geglaubt und auch der Goldpreis steht vor einem gewaltigen Ausbruch. Es gibt kaum mehr Gold und noch weniger Silber am Markt.

Hier ist der wahre Grund, warum sie das System bis zur letzten Minute erhalten:

"It's too late in the game to solve the problems... but it's still too early to line the bastards up and shoot them." - Doug Casey

Übersetzung:

Es ist zu spät, die Probleme zu lösen (und damit das System zu retten), aber noch zu früh, diese Bastarde aufzustellen und zu erschiessen.

Doug Casey's Ausdrucksweise mag zwar brutal klingen, jedoch hat er hier die Situation exakt beschrieben. Man kann das System nicht mehr retten, aber die Verantwortlichen fürchten zumindest um ihre Jobs – wenn das System implodiert. Deshalb halten sie das System bis zur letzten Sekunde.



Aus einem Artikel im Telegraph von [Ambrose Evans-Pritchard](#):

"This is the big one: all investment portfolios will be shredded to ribbons," said Albert Edwards, from Dresdner Kleinwort.

Übersetzung:

Das ist das „grosse Ereignis“ (der System-Crash). Alle Investment-Portfolios werden wie vom Aktenvernichter zu Streifen zerschnitten.

Eine bemerkenswerte Aussage eines „Insiders“, die auch noch publiziert wird.

Ein weiterer Auszug aus einem anderen Artikel des Autors:

So no, the 'pros' are not yet calling the big one. But then they never do, until it happens. Such is the curse of consensus, and slavery to linear economic models. Crashes are famously non-linear.
- *Ambrose Evans-Pritchard*

Übersetzung:

Die "Profis" erkennen es natürlich nicht, sie tun es mit ihrem linearen Denken niemals. Sie sind Sklaven des Konsens und ihrer linearen Modelle. Aber Crashes sind berühmt dafür, dass sie nicht-linear sind.

PS:

Es kommt gerade die Nachricht herein, dass es bei einigen deutschen Lebensversicherungen offenbar nicht mehr möglich ist, seine Guthaben vorzeitig herauszubekommen. Sie reagieren einfach nicht darauf. Haben sie wegen der sich entwickelnden Kreditkrise schon Liquiditätsprobleme? Auch hier werden die „Kleinen“ draufzahlen.

Fazit:

Das „Endgame“ für das weltweite Finanzsystem hat bereits im Juni 2007 begonnen und hat sich im Juli massiv beschleunigt. Ein Systemzusammenbruch (Robert Prechters finanzielles Erdbeben der Stärke 11) kann also jetzt jeden Tag beginnen. Wer nicht richtig positioniert ist, wird Pech haben. Die nächsten Wochen werden weitere Überraschungen bringen, die „niemand“ vorhergesagt hatte, der Tiefpunkt der Krise wird aber sicher noch nicht 2007 sein.

Seien Sie versichert, dass man alles tun wird, den „schönen Schein“ bis zur letzten Sekunde aufrecht zu erhalten. Daher können auch keine genauen zeitlichen Prognosen abgegeben werden. Aber das Systemende ist jetzt sehr nah.

Die Wut der Betrogenen wird grenzenlos sein.

Disclaimer:

Ich möchte feststellen, dass ich kein Finanzberater bin. Dieser Artikel ist daher als völlig unverbindliche Information anzusehen und keinerlei Anlage- oder sonstige Finanzierungsempfehlung – ähnlich wie ein Zeitungsartikel. Ich verkaufe auch keine Finanzanlagen oder Kredite. Jegliche Haftung irgendwelcher Art für den Inhalt oder daraus abgeleiteter Aktionen der Leser wird ausdrücklich und vollständig ausgeschlossen. Das gilt auch für alle Links in diesem Artikel, für deren Inhalt ebenfalls jegliche Haftung ausgeschlossen wird. Bitte wenden Sie sich für rechtlich verbindliche Empfehlungen an einen lizenzierten Finanzberater oder eine Bank.

© 2007 by Walter K. Eichelburg, Reproduktion/Publikation nur mit Zustimmung des Autors.
Zitate aus diesem Artikel nur mit Angabe des Autors und der Quelle: www.hartgeld.com



Zum Autor:

Dipl. Ing. Walter K. Eichelburg ist unabhängiger Network-Consultant und Investor in Wien. Er beschäftigt sich seit mehreren Jahren intensiv auch mit Investment- und Geldfragen. Er ist Autor zahlreicher Artikel auf dem Finanz- und IT-Sektor. Er kann unter walter@eichelburg.com erreicht werden.

Seine Firmen-Website ist: www.eichelburg.com

Seine Finanz-Website ist: www.hartgeld.com