

Die Krise schwelt . . .

DATEN

GLOBAL

• Finanzmarkt / Geldpolitik

Mit Blick auf das globale Finanz-System scheint das Schlimmste erst mal abgewendet. Zinssenkungen können jedoch keine Kreditausfälle rückgängig machen. Die Schlüssel-Frage lautet daher: beleuchtet der Lichtkegel der FED Taschenlampe wirklich nur eine Vertrauenskrise oder handelt es sich diesmal um das sprichwörtliche Monster, das sich unter dem Bett versteckt hält?

• Wirtschaft / Konjunktur

Die Stimmung unter den Analysten hat sich deutlich eingetrübt, obwohl es an eindeutigen Zeichen für eine Wachstumsschwäche fehlt, welche die Zinssenkung rechtfertigen. Überall werden die Prognosen zurück geschraubt. Den Dollar hat es besonders schwer erwischt (mehr dazu im Verlauf). Die größte Unbekannte in der Gleichung ist die Inflationsrate;

USA: Licht und Schatten

Der Rückgang bei den Hausverkäufen, im Konsumvertrauen und den Industrieaufträgen fällt nicht so schwach aus wie befürchtet;

EUROPA: mehr Schatten als Licht

- Deutschland: IFO und GfK fallen;
- Frankreich: Konsum steigt;
- Belgien: IFO fällt im Aug auf 1,5 (3,3);
- Italien: Konsumvertrauen steigt;
- Schweden: schwache Daten;
- England: starke Daten;

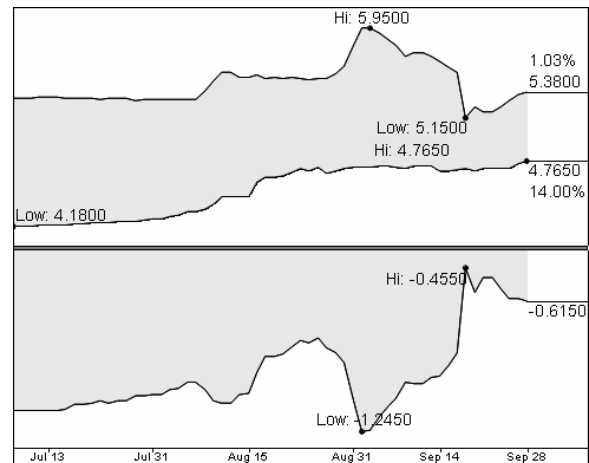
ASIEN: mehr Licht als Schatten

Japan: Regierung mit neuem Premier und alter Politik (Tendenz zu steigender Staatsverschuldung als Antwort auf Einkommens-Ungleichheit. Die Wirkung: lockere Finanz,- restriktive Geldpolitik /YEN-positiv);

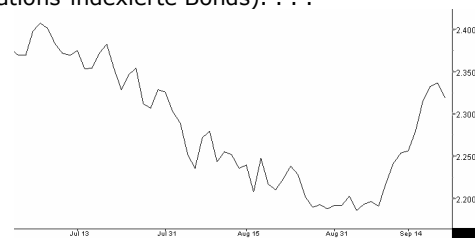
Zinsen: Monster unterm Bett

- Norwegen: erhöht Leitzins auf 5%;
- Der jüngste EZB-Zinstender springt auf aggressive 4,29%, obwohl der Leitzins formal bei 4% verharrt;
- Der jüngste Zinstender in England findet kein einziges Gebot (zuviel Liquidität);
- In den USA scheint die Senkung der Leitzinsen nahezu wirkungslos verpufft. Die

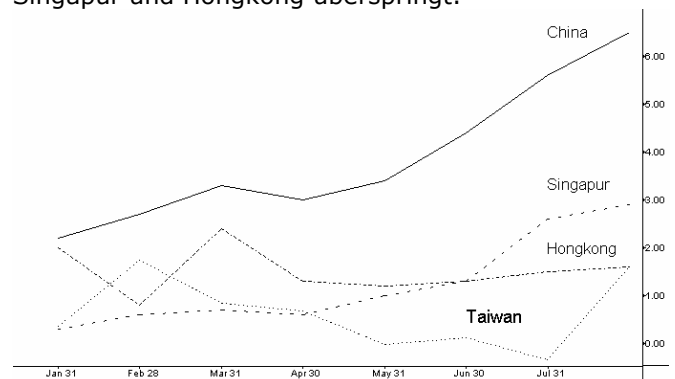
folgende Grafik zeigt den 3-Monats-Zins. Oben: \$-Libor 5,38% / Euribor bei 4,76%; Unten: der Spread (Differenz). Das sture Verharren der Zinsen auf hohem Niveau gilt als Zeichen, dass effektives Krisen-Mgmt faktisch unmöglich geworden ist (mehr dazu im Verlauf);



- Die Phase der gedämpften Inflation scheint weltweit vorbei. Dafür spricht neben dem jüngsten Anstieg der Rendite bei TIPS (Grafik: Inflations-indexierte Bonds). . . .



- . . . vor allem der sich in Asien manifestierende Inflationsvirus, der von China und Taiwan auf Singapur und Hongkong überspringt.



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

In den USA hat sich das Bild ähnlich stark eingetrübt: Experten erwarten einen scharfen Anstieg beim PPI auf 6% im Oktober (derzeit 2%), CPI (auf 4% im Nov von jetzt 2%) und dem von der FED bevorzugten Kern-PCE (von 1,8% auf 3,2% im Nov). Schlimmer noch: der Anstieg der Rohstoffpreise und der Rückgang beim US-Dollar versprechen wenig Entlastung in der Zukunft, selbst wenn Öl und Nahrungsmittelpreise eine Pause einlegen.

Der globale Trend straft die gebetsmühlenartige Inflations-Rhetorik der Bernanke Fed Lügen. Dem Bild von der flauen Konjunktur widerspricht auch das scharfe zweistellige Kreditwachstum. Bei magerem Realwachstum von geschätzten 2% boomt die Kreditvergabe allen Unkenrufen zum Trotz bis in den September hinein mit +11% (Firmenkredite +16%, Hypotheken +10%). Auch beim Blick auf den Bondmarkt finden sich kaum Hinweise auf eine Finanz- und Liquiditätskrise. Problematisch bleibt es nur in ausgesuchten Sektoren, wie dem Markt für **schlechte** und für **gehebelte** Kredite, Hypotheken **über** \$500.000 und Wertpapiere, die mit **Forderungen besichert** sind (Autokredite, Kreditkarten, Ratenkredite, Hypotheken, Forderungsverzicht wie Leasing/Factoring etc).

Die US-Geldmenge verzeichnete mit fast 7% Wachstum die höchste Expansionsrate seit 2 Jahren (Grafik);



Aktien:

- US-Banken: FASB¹ 157 wird zum Krisenretter. Diese neue Bilanz-Vorschrift beschert dringend benötigte Sondergewinne in Milliardenhöhe. Konkret dürfen die kreditkrisen-gebeutelten Banken ihre zur Refinanzierung der eigenen Bilanz emittierten Inhaberschuldverschreibungen zum Marktkurs, also mit Abschlägen bewerten.
- Das Geschäft im US-Bausektor bleibt im freien Fall (Auftragsrückgang 50% zum Vorquartal, Abschreibungen 10% der Bilanz);
- Laut MorganStanley ist die durchschnittl. US-Firmen-Bilanz 5:1 gehebelt. Fällt das GDP um 1%, dann fällt der Gewinn 5 mal schneller;
- Deutsche Bank: Reuters spekuliert auf einen Quartals-Verlust in Höhe von €1,7 Mrd;

¹ Financial Accounting Standards Board (Bilanz-Aufsicht)

WER: armer Dollar

- Der renommierte Gartmann-Brief interpretiert die FED-Zinssenkung als Freibrief für grenzenlose Spekulation gegen den US-Dollar.
- Deutsche Bank reduziert Dollar-Prognose auf Sicht 3 Monate gg. EUR von 1,35 auf 1,45!

KOMMENTARE

Einleitung

Die Debatte über die Folgen der FED-Zinssenkung hält an. Der Markt ist nicht nur tief gespalten, er tendiert zur Vereinfachung der Standpunkte. Das ist verständlich, denn die schwelende Finanz-Krise ist komplex. Seit der jüngsten US-Zinssenkung haben sich zwei Fraktionen gebildet. Die eine unterstellt der Fed den gefährlichen Versuch einer präventiven Reflationierung der Wirtschaft ohne klaren Beweis für schwaches Wachstum und rät als Folge dieser „inflationären Kapitulation“ zum Kauf von Aktien, Verkauf von Dollars und Bonds (Inflation).

Die (anti-zyklischen) Gegner dieser These spekulieren, dass der Finanzmarkt sich auf dem Holzweg befindet. Die Fed wisse mehr als sie gebeichtet habe und die drohende Konjunkturschwäche sei der folgenschwere Katalysator für die Auflösung solcher Dollar-, Bond und Aktien- Fehlspekulationen.

Mit Spannung verfolgen wir den Ausgang dieser experimentalen geldpolitischen Episode, befürchten ein Scheitern und halten folglich beide Thesen für falsch (zu stark simplifiziert).

Hintergrund

Entscheidend für den Ausblick am Finanzmarkt ist vereinfacht formuliert die Frage, ob eine Abschirmung der Konjunktur von der Finanzkrise möglich ist und ob der Rest der Welt sich von Amerika abkoppeln kann (wir bezweifeln beides).

Das Experiment

Mit Bezug auf den ersten Teil der Frage gilt die Fed als Überzeugungstäter. Ex-Fed-Chef Greenspan formuliert das wie folgt: in der Finance-based-Economy muss die Geldpolitik wählen: zwischen Stabilität in der Volkswirtschaft **oder** am Finanzmarkt. Schützt man die Volkswirtschaft, statt die Krise zu sozialisieren, so werden implizit nur die (dummen) Reichen zur Kasse gebeten (clever ist, wer rechtzeitig aussteigt).

Eine Monster-Wette

Scheitert das durchaus reizvolle Experiment der Reflationierung, bei dem der Finanzmarkt (die Reichen) explizit die Last tragen soll, dann wird die vermeintliche Oase der Stabilität (die

Wirtschaft) zur teuer erkaufte Fata Morgana. Konkret ist diese Art der Geldpolitik ein Opfer der alten Greenspan-Illusion, wonach Finanz- und Volkswirtschaft sich durch geschickte Geldpolitik separieren lassen (Transfer der Volatilität von a nach b).

Trifft diese Annahme jedoch nicht zu, weil z.Bsp. die globalisierten Finanz-Agenten zu clever für derartige Manöver geworden sind, dann dauert es heute anders als früher nicht mehr lange, bis die Turbulenzen der Finanzwirtschaft die Volkswirtschaft destabilisieren (Ansteckung). Der große Hebel, der in der heutigen Finance-based-Economy Anwendung findet, favorisiert ein schnelles Übergreifen (davon sind wir felsenfest überzeugt).

Zurück zu den Wurzeln

Scheinbar fürchtet auch Greenspan diesmal ein Scheitern derart gefährlicher Gratwanderungen und fordert implizit eine Kehrtwende der Geldpolitik von Keynes zurück zum Monetarismus (Austrian School of Economics).

Der Wechsel von Keynes zum Monetarismus erfolgt dabei fast so plötzlich, wie das Drehen der Position im Portfolio eines HedgeFunds von Long auf Short. Leider ist die Geldpolitik ein nicht gehebeltes Instrument, womit die Wirkung kleiner ausfällt und zeitlich verzögert eintritt.

Greenspans Begründung

Die Verhältnisse haben sich im Vergleich zu seiner aktiven Laufbahn erheblich verändert. Konkret wird der Geschäfts-Zyklus heute vom Diktat der Vermögenspreise getrieben. Die klassischen Werkzeuge der Geldhüter sind stumpf. Der Beweis: die kurzen Zinsen verharren stur auf hohem Niveau. Das wirkungslose Verpuffen der Leitzinssenkung ist ein Zeichen, dass schnelles und effektives Krisen-Mgmt faktisch unmöglich geworden ist. Anders formuliert: die Finanzmärkte befinden sich im Würgegriff herdengetriebener Investoren, die bei immer größerem Hebel (Leverage) durch wahllose Richtungswechsel von Long auf Short und umgekehrt abrupte Flächenbrände (Finanzkrisen) auslösen und dann die geldpolitische Feuerwehr alarmieren.

Der ehemalige Fed-Chef warnt, das dauernde geldpolitische Hickhack als Folge dieses groben Unsinn die Waffen für eine effektive Gegenwehr wirkungslos macht, was eine permanente Abkopplung der Inflationsrate vom Geschäftszyklus zementiert (Wachstum fällt, doch die Inflationsrate reagiert nicht mehr). Dadurch wird die Geldpolitik asymmetrisch. Sie kann die Inflation nicht mehr bekämpfen, ohne gleichzeitig schweren volkswirtschaftlichen Schaden anzurichten, sondern nur noch

erhöhen, wenn Krisen bekämpft werden (wir befürchten, dass dieser Punkt erreicht ist).

Inflationsschleuder Asien

Trotz kapitaler Zinserhöhungen gleicht der rapide Anstieg der Inflation einem Flächenbrand. Mit China, Hongkong, Taiwan, Singapur sind die bislang als Hort der Stabilität verlässlichen Deflations-Garanten keine Waffen mehr für den Kampf der Keynesianer gegen die Monetaristen. Das Gegenteil ist der Fall. Monetaristen hatten das niemals bezweifelt, sondern sich nur über die verspätete Wirkung gewundert. Dank Globalisierung mangelt es nun schlicht an Entlastungs-Faktoren. Konkret: 1.) Grundnahrungsmittel machen im Preisindex der Industrieländer weniger als 10% aus, in Asien jedoch fast 40%. Das führt über den rapiden Lohnausgleich zu direkt steigenden Exportpreisen Richtung Westen. 2.) Der Ölpreis war noch nie bei \$84 Dollar. 3.) Die Quersumme aus Zins- und Rohstoffpreisen (Grafik: Rohstoff-Index) hat die gleiche Wirkung.



Das Fazit:

die Klemme am Finanzmarkt ist ein Reflex auf die global steigende Inflation bei gleichzeitiger Angst vor Rezession (Stagflation). In Kombination mit hoher Verschuldung führt diese ungewöhnlich seltene Konstellation nun zu Vertrauensverlust und Risiko-Aversion. Der Unterschied zwischen Illiquidität und Insolvenz ist so marginal, dass die Fed reagiert. Mit konventioneller Reflationierung soll das Wachstum gerettet werden, lautet die Erklärung. Im Gegenzug wird dafür die Finanzmarkt-Stabilität geopfert.

Scheinbar hat Bernanke diese Rechnung ohne den Wirt gemacht. Unter seiner Leitung wird die Geldpolitik zur akademischen Wissenschaft, die den Finanzmarkt völlig überfordert und den Investor verschreckt. Der Markt reagiert gereizt, der intelligente Investor verurteilt die stabilitätspolitische Kapitulation. Das Derivate-Debakel (ABS, CDO's, ABCP) beweist, dass zuviel Wissenschaft das Vertrauen untergräbt. Die Krise schwelt weiter . . .

PS: in Russland notiert Tagesgeld plötzlich bei 10%. Angeblich sei die Kreditvergabe unter Banken eingefroren, nachdem Experten am Bondmarkt Ausfälle befürchten, wo per Jahresende extrem hohe Fälligkeiten anstehen.