

Greenspan in Pension . . .

DATEN

GLOBAL

- **Wirtschaft:** Zentralbanker und Finanzminister sind sich einig. Die Folgen der Überliquidität mit noch mehr Liquidität zu bekämpfen ist keine Lösung. Deshalb scheint eine staatliche Rettung der Finanzmärkte wohl ausgeschlossen. Das hat seinen Preis: weniger Wachstum und ein Anstieg der Arbeitslosigkeit.
- **Finanzmarkt:** das Finanzsystem wird die Folgen der aktuellen Krise schultern müssen (Umschuldung). Verteilung und Höhe der Lasten bleiben unklar. Für Konjunkturdaten hat kaum noch jemand ein Auge. Sollte die Real-Wirtschaft ernsten Schaden nehmen - die Meinungen sind unglaublich gespalten - so stehen die Märkte eher am Beginn einer langen Reise als am Ende der Panik (Kaufkurse).

USA

Wirtschaftsaufträge und Hausverkäufe liefern eine kräftige Überraschung;

EUROPA

Auftragseingang überrascht, PMI-Index enttäuscht (Einkaufs-Manager);

ASIEN

Insgesamt leicht schwächere Daten;

Zinsen, Aktien, WER

Die Lage am Finanzmarkt bleibt extrem angespannt (kurzfristige Finanzierung), denn trotz vermeintlich ausreichender Liquidität steigen die kurzen Zinsen weiter an. Die Volatilität bleibt hoch, wenn auch nicht mehr so extrem. Die Analysten der UBS erwarten schnelle Zinssenkungen in den USA und eine Zinspause in Europa, sowie schwere Zeiten für die Finanzmärkte, ähnlich klingen Merrill Lynch und die Deutsche Bank. Die Optimisten finden sich eher im Lager der kleineren Research-Häuser.

KOMMENTARE

Schlagzeile: Alan Greenspan berät Deutsche Bank

Die Deutsche Bank hat Alan Greenspan, den langjährigen Chairman der amerikanischen Notenbank (Federal Reserve Board), als Berater gewonnen. Als "Senior Advisor" wird er mit Mitarbeitern und Kunden im Bereich Investment Banking seine Sicht der Dinge in Bezug auf aktuelle und künftige Entwicklungen auf den Weltfinanzmärkten teilen.

Josef Ackermann, Vorsitzender des Vorstands der Deutschen Bank, sagte: "Wir freuen uns, dass wir unseren Kunden im Investment Banking Zugang zur profunden Marktkenntnis von Alan Greenspan bieten können. Als einer der Architekten des heutigen Finanzsystems ist Alan Greenspan in einer einzigartigen Position, um unsere Kunden bei wichtigen risikobezogenen Entscheidungen zu unterstützen."

Kommentar WuP

Selbst hart gesottene Greenspan-Fans bezweifeln, dass das sonderlich clever war, denn der vermeintliche Architekt gilt als Vater der jüngsten Finanzkrise, die nur kurz nach seiner Pensionierung voll entbrannt ist. WallStreet feuert die ersten Investment-Banker, Analysten reden von System-Krise, Finanzcrash und Rezession, die Medien fordern vehement Zinssenkungen und stoßen damit auf ebenso krasse Absagen seitens Fed und Regierung.

Recht trocken resümieren die Analysten bei der Deutschen Bank die Märkte wie folgt: nachdem der Markt das Vertrauen in seine eigenen derivativen Fähigkeiten verloren hat, wird der dysfunktionale Markt für ABCP (Asset-Backed-Commercial-Paper) wohl ersetzt werden müssen, indem die Banken die Kredite selber schultern. Das bedeutet: Bilanz-Wachstum, steigende Kapitalkosten, mehr Risiko, Personal, Aufwand, höhere Zinsen und weniger Gewinn. Anders formuliert: fallende Produktivität.

Beim Blick auf die Zahlen wird klar, dass nun ein potenter Kapitalgeber her muss. Laut Fitch stehen allein am Markt für ABCP geschätzte \$850 Mrd aus, dazu kommen weitere \$300 Mrd bis September für den LBO-Markt und am Sub-Prime Hypotheken-Markt laufen \$200 Mrd

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

kurzfristig aus. Dass es sich dabei um durchaus schmuckes Kreditgeschäft handelt, für das es an Liquidität wahrlich nicht mangelt, ändert wenig an der Tatsache, dass es an den notwendigen Eigenmitteln für eine Bilanzverlängerung fehlt, nachdem die Banken ihr Eigenkapital rasiermesserscharf proportioniert haben.

Das klassische Instrument der Kapitalerhöhung scheint man dem gebeutelten Aktionär nicht zumuten zu wollen, solange die Vertrauenskrise anhält (Höhe und Verteilung der drohenden Abschreibungen aus Altlasten).

Da die Private-Equity/HedgeFund Branche für den Moment ähnlich indisponiert wirkt, bleibt eigentlich nur der Weg, Anleihen zu begeben, auch wenn das prohibitiv teuer ist. Die Käufer der nun deutlich attraktiveren Anleihen dürften sich jedoch erst von anderen Assets trennen müssen (Staatsanleihen/Aktien), womit ein Rückgang der Kapitalmarktzinsen u.U. ausscheidet, unabhängig vom Verhalten der Zentralbanken.

Wer jüngst noch über Aktienrückkäufe philosophiert hat, der wird das wohl ebenfalls einstellen (negativ für Aktienkurs). Das Gleiche gilt für Dividenden (kürzen statt anheben). Unsinnige Firmen-Übernahmen sollte man verschieben, unsinnig hohe Gehälter und Bonifikationen für Investment-Banker streichen. Potential zum Sparen gibt es also mehr als genug.

Frage: ist das realistisch? Antwort: ja, denn Greenspan ist in Pension und mit ihm (leider) auch der Greenspan-Put. Fast schon wie Hohn klingt auch der Vorschlag, das Resultat des fehlgeschlagenen „Finanz-Engineering“ mit neuerlichem Finanz-Engineering zu reparieren (Restrukturierung).

Der aktuelle Anfall von Risiko-Aversion schlägt alles, was wir in den letzten Jahren gesehen haben. Investoren dürfen sich getrost auf eine ausgedehnte Periode schlechter Marktverhältnisse einstellen. Trotz massivster Geldspritzen durch die Zentralbanken verharren die Markt-Zins-Sätze nahe ihren extremen Höchstständen. Die Refinanzierungskosten sprechen eine deutliche Sprache:

Das Beispiel Dollar: bei einem Mindestausleihesatz von 5,25% notiert der September Future (fällig in 3 Wochen) bei 4,75% oder 50 bps unter - während der 3 Monats-Libor mit 5,5% fast 30 bps über FedFunds handelt. Die Refinanzierung über 30-Tage CommercialPaper kostet mit 6,1% sogar +85 bps mehr für alle jene, die noch kreditwürdig sind.

Beispiel EURO: trotz Tagesgeld bei 4% wurde der 3-Monats-Libor heute um 70 bps höher bei 4,7% fixiert, während Commercial Paper für Conduits sogar 5,1% erreicht (+ 110bps).

Beispiel Bondmarkt: die Deutsche Bank hat eine 10-Jahres-Anleihe zu +145bps über US-Staatsanleihen begeben, GoldmanSachs zahlt +167 und BearStearns sogar +230 über Treasury.

Fazit: geringer Risiko-Appetit und hohe Volatilität werden uns noch eine Weile länger begleiten. Trotzdem scheint ein Crash der Vermögenspreise vermeidbar. Vermutlich kommt es eher zu einem gemächlichen Abgleiten. Hier die Argumente:

- Kapitalmarkt-Experten reduzieren das Problem auf eine inkongruente Refinanzierung. Die „Conduits“ haben das Kapital lang ausgeliehen / kurz refinanziert, die Schulden müssen nun teuer restrukturiert werden.
- Das Problem: was als Sub-Prime anging und die Hypotheken erwischte, lähmt nun den gesamten ABS-Markt/Asset-Backed-Securities (Autos, Konsumkredite, Kreditkarten etc).
- Spaltung: der Ausblick für die Konjunktur ist weniger düster, da es sich um eine Finanz-Krise handelt. Ob eine derart strikte Abgrenzung realistisch ist, bleibt abzuwarten. Nach Berechnungen der UBS würde das Wachstum in Europa kaum mehr als 0,4% leiden, auch wenn der Schaden für die Anleger unvergleichbar höher ausfallen dürfte.
- Den Aktienmarkt trifft es gleich dreifach: in Form der Summe aus höheren Kapitalkosten, Verlusten aus Altlasten und reduzierter diskontierter Erträge (Geschäftsausfall);

PS:

Die folgende Tabelle (Quelle Deutsche Bank) zeigt einen interessanten Vergleich der Performance individueller Asset-Klassen (Aktien, Bonds, Währungen) über LIBOR (genannt „excess return above LIBOR“ in Dollar). Anders formuliert: wer nicht in Festgeld angelegt hat, wurde bei Staatsanleihen mit -0,1% bestraft, bei Aktien mit -0,7% und bei Währungen/„carry-trades“ je nach Kategorie sogar mit -3% bis -9% (rote Spalte rechts).

		Excess returns over LIBOR*			
		1w	1m	1y	YTD
FX - dbCR	▼	-4.1%	-6.3%	-0.6%	-3.0%
FX - dbCR/ carry	▼	-5.8%	-8.9%	4.9%	0.3%
FX - dbCR/ momentum	▼	-6.1%	-10.0%	-9.7%	-9.1%
FX - dbCR/ valuation	▼	-0.4%	0.1%	3.2%	-0.3%
Bonds	▲	1.0%	2.1%	1.0%	-0.1%
Equities	▼	-2.2%	-9.7%	8.6%	-0.7%

*USD returns as of yesterday; FX returns are net of fees/transaction costs, while bond and equity returns are net of dividends. Source: Lehman global aggregate index used for bonds, MSCI world used for equities, currency unhedged