

Jurassic Park

DATEN

GLOBAL

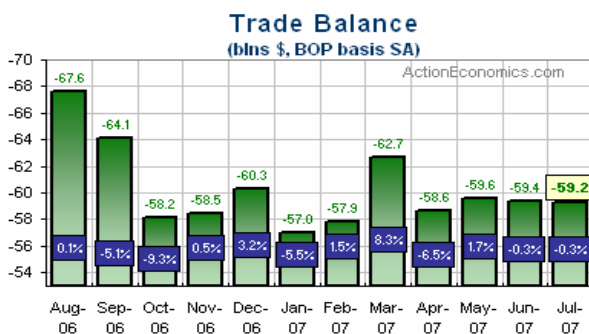
Traditionell stehen sich Politiker und Zentralbanker eher kontrovers gegenüber. Deshalb ist der aktuelle Schulterchluss ein Phänomen besonderer Güte. Statt in Sachen Zinssenkung politischen Druck auf die Geldhüter auszuüben, stehen die Finanzminister diesmal hinter ihren Zentralbank-Kollegen. Gemeinsam werden allen Forderungen nach Zinssenkungen in seltener Einmütigkeit fast schon gebetesmühlenartige Absagen zuteil: **„die Rolle der Geldpolitik bleibe in der aktuellen Krise so lange auf reine Liquiditätsspritzen beschränkt, wie die breite Volkswirtschaft keinen ernsthaften Schaden signalisiere“** (Bernanke, Paulson, Trichet et al).

Der wahre Grund für diese Anomalie liegt vermutlich in der Tatsache, dass die Krise diesmal nicht auf exogene Schocks zurückgeht (Asien, LATAM), sondern auf das Mis-Management der Profis in den Industriestaaten (hausgemachte Krise).

Apropos Analysten: es gibt kaum ein Research-Papier, dass auf der ersten Seite nicht in schillernden Tönen den Teufel leibhaftig an die Wand malt und auf der letzten Seite recht optimistisch zu selektiven Anlagen rät, weil ja alles nur halb so schlimm sei. So hat jeder einen Fuß auf dem Gaspedal und einen auf der Bremse. Die Zeit wird zeigen, wie der „intelligente Investor“ damit umgeht.

USA

Das US-Export-Defizit verharrt mit -\$59,2 Mrd recht stabil auf hohem Niveau (Grafik);



EUROPA

Die Industrieproduktion steigt mit +1,3% ebenso rasant, wie die Lohnkosten mit 2,5%;

ASIEN

- Japan: Maschinenbau-Aufträge +17%; Premier Abe tritt zurück;
- China: der PMI steigt auf 54, die Industrieproduktion expandiert um 17,5%, der Konsum wächst +17,5%; die Geldmenge beschleunigt um 18%, der Exportüberschuss erreicht \$25 Mrd und der CPI (Inflation) explodiert auf 6,5% (siehe Grafik);



Zinsen

Die Situation ist wahrlich bizarr. Während die globalen Zentralbanken kumulativ kurzfristige Liquidität bereitstellen, muss die EZB am Geldmarkt einen Überhang in Höhe von €60 Mrd entsorgen, nachdem der Zins auf 3% absackt. Pikant: gleichzeitig erfolgt die Zuteilung beim Wochen-Tender mit 4,18% dann deutlich über dem Leitzins von 4%, womit die EZB den effektiven Zins trotz formaler Zinspause auf 4,18 erhöht hat.

Schier unverständlich bleibt, dass der 3-Monats-Libor weiter bei 4,75% verharrt, was nicht nur die Refinanzierung der Bilanzen massiv verteuert, sondern zusätzlich die GuV belastet, weil das Geld zu 3% bei der EZB abgeladen wird. Spätestens beim Blick auf den Kapitalmarkt wird unbeteiligten Beobachtern klar, warum Analysten und Investoren die Bankaktien meiden wie der Teufel das Weihwasser. Nachdem die Refinanzierung der Assets auf der Bilanz bereits prekär teuer geworden ist, geraten nun auch die Liabilities gewaltig unter Druck. Konkretes

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

Beispiel: ein Wertpapier-Portfolio mit 10-jährigen US-Staatsanleihen rentiert aktuell mit 4,31% oder 150bps unter 3-Monats-Libor (produziert also 150bps Verlust). Selbst in Europa, wo 10-jährige mit 4,06% deutlich unter 3-M-EURIBOR (4,75%) notieren, ist die Kurve nun invers. Spannend wird nun, ob der Markt die Verluste aus diesem „negativen carry“ aushält, bis die Rezession eintrifft oder vorher kapituliert.

Aktien

- Der Aktienmarkt wartet gespannt auf die Quartalszahlen der Investmentbanken (ab 18. Sept). Deren Qualität hängt ganz wesentlich von der auf Hochtouren laufenden Syndizierung der LBO-Kredite aus den Übernahmen von TXU & First-Data etc. ab (Volumen 60 Mrd). Konditionen von LIBOR +250 bps bei gleichzeitigen Abschlägen von fast 10% auf das Nominal sind im Gespräch. In Europa konnte ein kleiner Teil der \$20 Mrd schweren Boots-Alliance Finanzierung mit 5% Abschlag platziert werden, allerdings musste der Kupon auf 650 bps über LIBOR angehoben werden;
- Unterschiedlichste Quellen bestätigen, dass insbesondere die Deutsche Bank in großem Stil Assets aus der Bilanz ablädt und über Schuldverschreibungen den Kapitalmarkt anzapft;
- Der Vorstand der Citigroup bezweifelt, dass eine FED-Zinssenkung materiellen Einfluss auf die aktuelle Krise haben wird und warnt, dass in den nächsten 4 Quartalen die Zinsbindung für Hypotheken in Höhe von \$1.500 Mrd ausläuft, womit die Zinslast für Schuldner um bis 50% steigen wird.
- Laut Deutsche Bank Research würden die Bank-Erträge als Folge einer Leitzinssenkung der FED in Höhe von 100 bps kaum mehr als 2% steigen! Skaleneffekte beim Ertrag sind erst möglich, wenn die mit aktuell -150bps inverse Zinskurve wieder eine historisch übliche Steigung erreicht (+150bps); das impliziert jedoch einen Kollaps am Bondmarkt;

WER (Währungen, Energie, Rohstoffe)

Der Dollar markiert gegen EUR ein neues Rekordtief (1,3930). Die folgende Grafik zeigt den Dollar-Index. Nach dem Bruch der wichtigen Index-Unterstützung bei 80 haben technische Analysten als mittelfristige Kursziele nun die Marken 72 und 60 ins Auge gefasst (22% Wertverlust, Zeithorizont 9 Monate).



Überraschend ist der jüngste Schwächeanfall vor allem, weil die Dollar-Reserven in Asien weiter im Schweinsgalopp steigen (Japan +\$10 Mrd auf 932 / China +\$70 Mrd auf 1,400) und der Ölpreis ebenfalls auf Rekordjagd ist (\$80); beide Faktoren wurden in der Vergangenheit gerne als Dollar positiv ins Feld geführt. Die bislang ausgeprägt Dollar-freundlichen Taktiker im Investment-Bank Research der Deutschen Bank werfen jetzt das Ruder rum und raten ihren Kunden zum ersten Mal in diesem Jahr zu spekulativen Dollar-Verkäufen, falls der Kurs noch mal auf 1,3700 nachgibt.

Der jüngste Anstieg beim Goldpreis auf \$720,- ist nicht wirklich ein Reflex der Entwicklung bei Dollar und Öl (Grafik: Öl über \$80)



. . . sondern vielmehr eine Antwort auf den Anstieg der Inflation in Asien (China mutiert von der Deflations- zur Inflationsschleuder) und der klaren Warnung der Geldhüter, dass die Inflationsrate nicht mehr länger mit dem Konjunkturzyklus korreliert, also trotz Abkühlung der Konjunktur weiter steigen könnte (Inflation bei Energie, Rohstoffen, Nahrungsmitteln, Zinsen gilt als Folge mangelnder Kapazitätsreserve);

KOMMENTARE

Die Zentralbanken stecken in einem Dilemma: der Ruf der Markt-Analysten nach Zinssenkungen basiert auf der Entwicklung am Bondmarkt, wo offensichtlich eine schwere Rezession erwartet wird (Rückgang der Rendite bei Staatsanleihen). Volkswirte hingegen bezweifeln, dass die Real-Wirtschaft nachhaltig Schaden nimmt (globales Wachstum von aktuell fast 5,75% wird vielleicht 0,5% reduziert); der Hintergrund: relativ betrachtet sind die Kapitalkosten zwar dramatisch gestiegen (gemessen in Spreads), absolut betrachtet ist die Refinanzierung aber günstiger als vor der Krise (10-Jahres-Rendite für Staatsanleihen ist stärker gefallen als jene für Corporate Bonds) .

Fed Chef Bernanke spricht deshalb von einem deutlichen Anstieg der REAL-Zinsen (höhere Risikoprämien). Der US-Finanzminister Paulson setzt noch eins drauf und warnt: die aktuelle Krise wird länger andauern, als die Russland/Asien Krise 1998 und die LATAM-Schulden Krise der 80'er Jahre (Paulsen erlebte beide als Senior-Investment-Banker bei GoldmanSachs).

Die Unsicherheit führt zu einem Spagat zwischen Konjunktur und Börse: betroffen von den hohen Zinskosten ist vor allem die Finanzbranche, deren Beitrag zum GDP kaum 5% ausmacht. Die Wirkung auf den Aktienmarkt ist jedoch erheblich, da gut 25% aller Firmen im S&P-500 und fast 37% des Gewinns aus der Finance-based-Economy stammen.

Die Geldhüter suchen nach einem Kompromiss, seit die einst so verlässliche Wechselwirkung zwischen Inflation und Wachstum, bekannt unter dem Pseudonym Phillips-Kurve, den Dienst quittiert hat. Heute garantiert eine Abschwächung der Konjunktur keinen automatischen Rückgang der Inflation. Im Gegenteil: wie einem Tausendfüßler wachsen dem bislang auf den Energie- und Rohstoff-Sektor beschränkten Inflationsdruck nun Beinchen. Dem globalen Preisschub bei Grundnahrungsmitteln (Milch, Butter, Weizen, Eier) folgen jetzt die Lohnkosten (China, Europa, England, USA); mit General Motors ist es im Juli/August sogar dem Schlusslicht der Auto-Branche gelungen, trotz deutlich reduzierter Rabatte mehr Autos zu verkaufen (Pricing-Power).

Die Folge: anders als im Lager der Markt-Analysten gilt die um Energie- und Nahrungsmittel gekürzte „Kerninflation“ unter Zentralbankern als Auslaufmodell, da die Kaufkraft vom großen Bruder, der „Inflation“, bestimmt wird und die zieht tendenziell an. Die Inflation ist diesmal ein globales Problem, das so wenig mit schlechten Ernten zu tun hat, wie die Finanzkrise mit schwacher Konjunktur. Beides lässt sich mit lockerer Geldpolitik schwerlich lösen, denn Zinssenkungen schaffen weder Kühe noch Schweine, Hühner oder Weizen. Nach Jahren chronischer Unterversorgung ist mit China der größte Agrarproduzent der Erde mittlerweile zum Netto-Importeur von Grundnahrungsmitteln avanciert.

Ein weiteres Ungleichgewicht

So traurig es auch klingt: das Problem liegt in der überraschenden Prosperität der Länder der Dritten Welt, für deren überschäumende Nachfrage es an Kapazität mangelt. Anders formuliert: der liquiditätsgetriebene Börsenboom hat über den Auftrieb der Vermögenspreise den Wohlstand gemehrt und zu unproportional hoher Nachfrage geführt.

Die Korrektur

Der Nachfrage-Überhang kann nur durch einen vorsichtigen Rückgang der Vermögenspreise auf die vorhandene Kapazität reduziert werden, denn der von Greenspan verfolgte Ansatz, durch billiges Geld die Investition in zusätzliche Kapazität anzukurbeln hat regelmäßig in Sackgassen geführt. Seine Strategie verursachte wenig mehr als globale Überkapazität mit schwerer Preis-Deflation bei Gütern und gleichzeitiger Inflation der Vermögenspreise als

Folge der fehl gelenkten Kapitalallokation (Blasen am Aktienmarkt, Immobilienmarkt, Energie- und Rohstoffmarkt und nun auch am Bondmarkt);

Sollte die Fed einmal mehr dem Druck der Markt-orientierten Investment-Bank Analysten nachgeben, dann wird Wall Street dies als inflationäre Kapitulation des weltgrößten Schuldners interpretieren, mit weit reichenden Folgen für alle Vermögenspreise inklusive einer völligen Neubewertung bei Dollar, Aktien und Real-Zinsen (Bonds); wir verzichten an dieser Stelle auf ein eigenes Fazit zugunsten eines Kollegen.

Zitat Anfang:

„Der Film Jurassic Park erzählt von hochbegabten Wissenschaftlern, deren Genialität es gelang, unter größter Geheimhaltung die Monster der Urzeit zu replizieren. Natürlich geraten die Dinosaurier im Verlauf der Geschichte außer Kontrolle, wenden sich gegen die Schöpfer – kurz: ein böses Ende.“

Der krisen-geschüttelte Markt für CDO's (Collateralized-Debt-Obligations / strukturierte Wertpapiere), angefangen von „Sub-prime“ über CLO, CMBS, ABS, und Alt-A's bis hin zu AB-CP hat viel gemein mit der Welt in Jurassic Park.

Hoch dotierte Quant-Physiker haben in den Laboratorien der Investment-Banken Finanz-Ungeheuer kreierte, die sich jeglicher Kontrolle entziehen und nun ihre Schöpfer auffressen. Rechtfertigen wollen die bedauernswerten Akademiker ihre frevelhaften Schandtaten mit der verführerisch leichten Verfügbarkeit von Schulden. Kritiker behaupten, dass die Theoretiker schlicht unfähig waren, ein gesundes Urteil über Kredit-Qualität zu fällen. Sobald der Nachschub an Narren abreißt, verfällt das Finanz-System in einen Schockzustand.

Dem ehemaligen Fed-Chef-Paul Volcker und seinen Nachfolgern ging es bei der Schöpfung der Banken-Aufsicht und Basel-Richtlinien für Kreditvergabe eigentlich darum, die Fristenkongruenz in Bankbilanzen dauerhaft zu reglementieren. Die aktuelle Krise demonstriert, dass selbst die größten und renommiertesten Banken diesen Zweck der Basel Richtlinien gezielt unterlaufen haben. Dafür wird nun die Rechnung präsentiert. Der Vergleich zu Jurassic Park ist gerechtfertigt, denn die von Menschenhand geschaffene System-Krise hat vermutlich monströse Proportionen erreicht.

Glaubt man Bernanke, Trichet, Paulson et al, dann will der Staat diesmal nicht einspringen. Bleibt Greenspan also letztlich doch in Rente, dann droht den Investment-Banken ein Welle von: Massenentlassungen bei Akademikern, Aufräumarbeiten die über Jahre andauern und Folgen die unüberschaubar sind“; Quelle BOM