

(John Maynard) **Keynes oder Österreich** (Hayek, Schumpeter et al)

D A T E N

GLOBAL

- **Wirtschaft:** es bleibt bei dem bekannt gespaltenen Bild. Während die Frühindikatoren einen trüben Konjunktur-Ausblick signalisieren, bleibt das robuste Real-Wachstum den Beweis dafür weiter schuldig. Alles dreht sich um die folgende Frage: war die Fed-Zinssenkung begründet oder die Folge einer Panik-Attacke?
- **Finanzmarkt:** die Entwicklung an den Märkten verläuft entsprechend kontrastreich. Optimisten wetten auf die reflationierende Kraft der Geldpolitik, raten zum Einstieg bei Aktien und hoffen, dass die Schulden monetarisiert werden (Talsole erreicht). Rekordverluste bei Citibank (\$6 Mrd), Merrill Lynch (\$5Mrd), UBS (\$4Mrd) und Deutsche Bank (\$3 Mrd) werden ignoriert und der DowJones-Index klettert auf einen neuen Rekordstand über 14.000. Der Dollar muss die Zeche zahlen.

USA - moderate Expansion

Der ISM-Index signalisiert moderates Wachstum und die Stärke am Arbeitsmarkt überrascht;

EUROPA – Tempo lässt nach

Hersteller PMI-Index fällt mit 53,2 im September deutlich schwächer aus als erwartet;
Schweiz: Sept Hersteller PMI fällt auf enttäuschende 57.6 (65.1);

ASIEN – verhaltene Expansion

Japan: Tankan überrascht;
China: Sept PMI klettert auf 56.1 (54.0);

Zinsen: Selektiv uneinheitlich

- Während der 3-Monats-Libor am Geldmarkt unverändert auf hohem Niveau verharrt, kommen vom Kapitalmarkt gute Nachrichten. Die US-Kreditvergabe wächst +17%, die Banken nehmen die Lasten nun wohl auf die eigenen Bilanzen. Auch die Emission von Investment Grade Bonds markiert im Sept fast einen neuen Rekord. Einzig der Hoch-Zins-Sektor liegt weiter am Boden;
- Nachdem ein weiterer Liquiditäts-Tender der Bank of England ohne Gebote ausläuft, machen Spekulationen über massive Ausleihungen englischer Banken bei der EZB die Runde. Mit Hilfe von Auslandsfilialen wird zuerst der zins-

günstige EZB-Tender angezapft, anschließend werden die Mittel am Devisenmarkt in Pfund konvertiert (erklärt die Stärke beim britischen Pfund);

Aktien: Fed monetarisiert die Schulden

- Der Dow-Jones markiert einen neuen Rekord und ignoriert sowohl die steigende Anzahl der Gewinnwarnungen als auch die hohen Verluste bei Banken (Kollektiv-Verlust bei Merrill, Citi, UBS, DB = \$18Mrd). Es gibt nach wie vor kaum Schätzungen über die Höhe der Verluste in der Private Equity Branche, die um ein vielfaches stärker engagiert sind, als die Banken.

WER

- Der EURUSD markiert einen neuen Rekord bei 1,4280, nachdem Greenspan das Bild um eine neue Facette anreichert: aufgrund des negativen demografischen Trends droht ein deutlich schwächerer Dollar (der schrumpfende Arbeitsmarkt reduziert die Produktivität);
- Am Energiemarkt wird heftig debattiert, ob der Ölpreis hohe Nachfrage signalisiert (Wirtschafts-Boom) oder reduziertes Angebot (OPEC-Revanche für schwachen Dollar);

K O M M E N T A R E

Beim Studium der jüngsten Research-Notizen aus den führenden Investment-Banken reibt sich der unbedarfte Leser überrascht die Augen. Wer glaubte, dass der ehemalige Fed-Chairman Allan Greenspan im Ruhestand weilt, der sieht sich getäuscht. Der Maestro hat mit seinem Beitrag über den zukünftigen Kurs der globalen Geldpolitik eine Debatte losgetreten, die überall Spuren hinterlässt. Sein geschickter Wechsel ins Lager der Monetaristen (Austrian School of Economics) demonstriert erneut sein legendäres Gespür für brand-aktuelle Trends. Scharenweise begraben selbst renommierte Analysten die traditionellen Thesen von John Maynard Keynes. Ironie des Schicksals: kaum hat der Maestro der modernen Finanzmärkte die Begründung für seinen Frontenwechsel verfasst (die Zeiten haben sich geändert), da reflektieren die Research-Papiere auch schon den Geist der neuen Zeitalters.

Beispiel: die Deutsche Bank vertritt nun die Auffassung, dass sich der aktuelle Geschäfts-

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

Zyklus mit den Thesen der „Austrian School of Economics“ deutlich besser erklären lässt, als mit John Maynard Keynes. Begründung: der Geschäfts-Zyklus wird vom Anstieg der Vermögenspreise diktiert ([man spürt die Handschrift des neuen Beraters der Bank, dem Architekt der modernen Finanzmärkte Alan Greenspan](#)), da die realen Kapitalkosten zu lange unter der Real-Rendite lagen (expansive Geldpolitik). Die Lehre der Monetaristen verfährt gnadenlos mit Blasen und ihren Beteiligten: sobald die Rendite unter die Zinskosten fällt, wobei der Auslöser unerheblich ist, platzt die Blase (3-Monats-LIBOR ex Inflation notiert über dem Real-Wachstum). Was folgt, ist die Korrektur/Normalisierung der Vermögenspreise, wobei selbst eilige Zins-Senkungen diesen schmerzvollen Prozess nicht mehr lindern. An dieser Stelle bricht die Deutsche Bank jedoch mit den Traditionalisten und favorisiert zumindest den Versuch einer Reflationierung, da die Kosten in Form höherer Inflation vertretbar seien; Voraussetzung sei allerdings, dass die Geldpolitik noch greift. Diese Argumentation ist beileibe kein Einzelfall, sondern fast schon die Norm unter den Kollegen in der Branche.

Die Experten der UBS denken zwar ähnlich monetaristisch, verwerfen eine Reflation jedoch als schweren Irrtum der Märkte, denn die Wirksamkeit der Geldpolitik sei mehr als fraglich ([UBS wurde von institutionellen Investoren jüngst zum besten Research-Haus weltweit gewählt](#)). Begründung: obwohl der stur auf hohem Niveau verharrende 3-Monats-Libor wenig Entspannung signalisiert, findet der Zinstender der Bank of England keine Gebote. Die Diskont-Inanspruchnahmen bei FED und EZB sind ebenfalls rückläufig. Faktisch sei die Geldpolitik wirkungslos. Zusätzlich signalisieren die Frühindikatoren, dass die konjunkturelle Abkopplung der Geschäftszyklen in Japan und Europa von den USA nicht gelingt (DB stimmt dieser These zu). Weiter sei das Phänomen des Ölpreis-Anstiegs nicht mit exzessiver Nachfrage, sondern mit Angebots-Engpässen zu erklären (vage Andeutung OPEC / fallender Dollar). Resümee: die Zinssenkung signalisiert nicht den Beginn einer Reflation, sondern den Prolog zur Panik.

Bei GoldmanSachs ([erfolgreichster Eigenhändler während der Krise](#)) stellen die Profis ihre Prognose zu Geldpolitik und Wachstum vor allem auf den Dollar ab, denn schließlich war er der zentrale Motor für die von starken Ungleichgewichten getragene Expansion des Welt-Handels. Der schwache Dollar gefährdet die Finanzierung der Konsum-Orgie und damit die Fortsetzung der Expansion, mit fatalen Folgen für den Versuch einer Reflationierung. Konkret droht allein durch die Dollar-Schwäche der Beginn eines über Jahre andauernden Zyklus mit signifikant reduziertem Wachstum weltweit. Hier werden Parallelen zu der von der Deutschen Bank favorisierten These über Bretton-Woods-II deutlich. Danach funktioniert die mit Schulden finanzierte

Global-Expansion (Collateral based lending) nur so lange, wie der Dollar seine Funktion als Agent für das Recycling der Export-Überschüsse Asiens nicht verliert.

Zusammengefasst sind die jüngsten Analysen von UBS, DB und GoldmanSachs durchaus repräsentativ für den Konsens unter den Research-Analysten. Die Handschrift der Monetaristen setzt sich durch, wenn auch mit auf den ersten Blick unterschiedlichen Resultaten.

1.) Die Deutsche Bank adoptiert im Sinne Greenspans die Thesen der „Österreicher“ als geeignete Grundlage für eine korrekte Analyse der aktuellen Krise. Abweichend davon setzt sie zwar auf eine erfolgreiche Reflationierung, basiert diesen Optimismus aber auf der Prämisse, dass die Geldpolitik Kontrolle über den Zins hat.

2.) Im Research-Labor der UBS produziert der gleiche Monetarismus ein anderes Ergebnis. Die Entwicklung bei Öl, Dollar, Frühindikatoren und 3-Monats-Libor signalisiert ein wirkungsloses Verpuffen der Reflationierung. Die Chance einer konjunkturellen Abkopplung in Japan und Europa von den USA sinkt. Kommt es aber zu einem globalen Abschwung, dann droht dem Markt eine lange Phase mit deutlich reduziertem Hebel (De-Leveraging) und negativen Folgen für den Dollar und die Vermögenspreise. Der Markt habe wenig Grund für Euphorie.

3.) Für GoldmanSachs liegt der Schlüssel zur erfolgreichen Reflationierung nicht mehr länger bei Liquidität oder Zins, sondern beim Dollar, der als Motor für den von schweren Defiziten geprägten Welthandel nun ausfällt.

[Auch für uns hat der Dollar eine Schlüssel-Position. 1.\) eine konjunkturelle Abkopplung Europas und Asiens von den USA ist allein aufgrund der verschuldungsbedingten Verzahnung völlig illusorisch \(Rekord-Verluste in Europa bei UBS, DB, IKB, Sachsen-LB\). 2.\) Keine andere \(starke\) Währung würde in die Rolle des Wachstums-Motor schlüpfen, da sich selbst mit massiver monetärer Reflation nirgendwo in der Welt eine US-ähnliche Konsumorgie auslösen lässt.](#)

FAZIT: hätten sich die Zeiten wirklich „geändert“ wie Greenspan es apostrophiert, dann gilt ab sofort das Regelwerk der „Monetaristen“ (Zinssenkungen können Anpassung nicht verhindern). Bleibt die Reflationierung also erfolglos, dann überschätzt der Markt die Macht der Geldpolitik und die Folgen für Konjunktur, Gewinn und Inflation.