

Neubewertung der Risiko-Prämien (Einsturz der Kredit-Pyramide?)

D A T E N

GLOBAL

Die Konjunkturdaten spielen keine Rolle, alles starrt auf den Kreditmarkt. Nachdem der Käuferstreik am Bondmarkt eine dramatische Ausweitung bei den Kredit-Spreads verursacht hat, wächst nun die Sorge, dass daraus eine „Killer-Applikation“ für das globale Wachstum wird.

USA - Zeichen der Schwäche

Die Krise am Bau- und Immobiliensektor weitet sich aus und der Auftragseingang bleibt schwach;

EUROPA - Uneinheitlich

- Industrie-Aufträge steigen im Mai um +9,1%, Juli-PMI sinkt auf 57,3 (57,8);
- Deutschland: Juli IFO sinkt auf 106,4 (107);
- Frankreich; Konsum überrascht, Geschäftsklima unverändert, Dienstleistung überrascht;
- Italien: verhalten auf niedrigem Niveau;
- Belgien: Frühindikator schwach;
- Holland: Daten enttäuschen;
- England: Konjunktur überrascht;
- Schweden: GDP überrascht;
- Schweiz: PMI und KOF überrascht;

ASIEN

- Japan: Industrieproduktion überrascht (starker Export), Konsum enttäuscht; Regierung verliert Oberhauswahl;
- Korea: Wachstum überrascht;

ZINSEN

- Neuseeland: Z-Bank erhöht Zins um 25bps;
- Europa: Geldmenge M3 expandiert +11%;
- China: Z-Bank erhöht Mindest-Reserve um 50 bps;
- Am globalen Kredit-Markt kommt es zu schwersten Turbulenzen. Käuferstreik und panik-artige Liquidation von Portfolios treffen aufeinander und führen zu einer Explosion der Kreditaufschläge. Der ABX-Sub-prime-Index notiert nur noch bei 34, ein Kursverlust von 66% in weniger als 6 Monaten. Die mit einem AAA-Rating „geadelten“ ABX-Anleihen haben allein gestern über 5% an Wert verloren (Kurs 88,- / Wertverlust 12% in acht Wochen).

- Am Finanzmarkt werden nun riesige spekulative Positionen aufgebaut: Staatsanleihen werden gekauft, und die Aktien der Finanz-Dienstleister dagegen short verkauft. Prominentes deutsches Opfer: die IKB (Kursverlust -70% s. Kommentar);

WER

- Der Dollar hat von der Krisenstimmung der letzten zwei Wochen leicht profitiert. Es wird jedoch nicht lange dauern, bis der Markt sich den fundamentalen Folgen der Krise zuwendet. Vordergründig befürchten die Experten, dass eine mögliche Zinssenkung (weniger Wachstum) dem Dollar schadet. Schlimmer wiegt jedoch die Tatsache, dass die aus der Balance geratene Angebots-Nachfrage-Situation den Kursdruck verschärft. Die Emission von Dollar-Anleihen ist faktisch kollabiert. Implizit kommt so auch die Dollar-Nachfrage zum Erliegen, wodurch bei unverändertem Defizit das Dollar-Überangebot schneller wächst.
- Der Schweizer Franken und der YEN verzeichnen Kursgewinne (Liquidation von carry-trades);

Aktien:

- China hat auf die in Blackstone Private Equity investierten \$3 Mrd in nur 4 Wochen bereits 25% verloren. Witz der Woche: die Blackstone Aktie ist so billig, das Blackstone die Firma von der Börse nehmen sollte (Re-Privatisieren); praktisch könnten **Blackstone's Partner sich selber dafür bezahlen, sich selber zu beraten, Blackstone zu privatisieren!**

K O M M E N T A R E

Quelle WuP: Das Sommerloch 2007 ist alles andere als langweilig. Wer Appetit auf Kontrast-Programm hat, der kommt auf seine Kosten. Konkret hat der IWF die Wachstums-Prognose weltweit deutlich auf 5,2% angehoben. Gleichzeitig häufen sich die Hiobsbotschaften aus der Finanzindustrie. Deutsche Bank Research kommentiert das Geschehen wie folgt: eine Wirtschafts-Rezession ist nicht zu befürchten, solange der Aktienmarkt sich im Boom befindet.

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

Wir sind uns nicht sicher, ob diese Kausalität hält, was die Bank sich von ihr verspricht. Die Explosion der Kredit-Aufschläge ist schon von besonderer Qualität. Die folgende Grafik zeigt den Anstieg der Kreditaufschläge für Unternehmensanleihen gemessen am Crossover Index für 10 Jahre Laufzeit:



Der Zins für solche IHypotheken (Laufzeit 30 Jahre) ist in den USA allein in der letzten Wochen um 1,25% gestiegen, obwohl die Rendite für 10-jährige Staatsanleihen im gleichen Zeitraum um 0,75% gefallen ist.

Die Pessimisten unter den Finanzmarkt-Experten proklamieren das Ende eines Minski-Zyklus. Der in 1995 verstorbene renommierte US-Ökonom Hyman Minski entwickelte ein viel beachtetes Modell für kreditgetriebene Vermögenspreis-Blasen. Es beschreibt im Kern jenen Prozess, der nun endet: die Zentralbank ist am Steuer eingeschlafen (Greenspan), toleriert (installiert?) unter dem Vorwand der globalen Finanzmärkte-De-Regulierung, ein System nachlässiger bis mangelhafter Aufsicht und ermöglicht so ein System mit pyramidenartiger Kreditvergabe. Die nun folgenden Schlagzeilen aus der Presse bestätigen derartige Vorwürfe:

*Die Schockwellen nehmen zu
Im Finanzsektor nehmen die Erschütterungen durch die Verwerfungen am US-Immobilien- und Hypothekenmarkt zu. Einen Tag nach dem Kurssturz von American Home Mortgage haben Gerüchte um die Insolvenz des Eigenheimanbieters Beazer Homes (Aktienkurs - 42%), ein sprunghafter Anstieg notleidender Kredite bei der Bausparkasse IndyMac, sowie neue Probleme im Fondsgeschäft von Bear Stearns die Börsen in Atem gehalten . . .*

Die Subprime-Krise hat in den vergangenen Tagen auf den Private-Equity-Markt übergegriffen: Bei mehreren Milliarden deals konnten Banken die dafür vergebenen Leveraged Loans nicht mehr an institutionelle Anleger und Hedge-Fonds weiterreichen. Standard & Poor's Leveraged Commentary Data (S&P LCD) hat errechnet, dass allein aus

den Mammut-Übernahmen in den USA \$215 Mrd. auf eine Platzierung warten. Das Kreditanalysehaus Creditsights schätzt, dass der US-Finanzkonzern Citigroup auf \$22 bis 27 Mrd. nicht-syndizierten Leveraged Loans sitzt, während Rivale JP Morgan \$12 bis 17 Mrd. auf den Büchern habe.

Deutschland meldet mit der IKB einen ähnlich spektakulären Fall. Das Portfolio beträgt mittlerweile fast €13 Mrd. verbriefte Kredite an bonitätsschwache amerikanische Schuldner (subprime). Der Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Jochen Sanio, hat von einer "größeren krisenhaften Zuspitzung" gesprochen. Teilnehmer einer Krisen-Konferenz vom vergangenen Wochenende hatten Sanio mit der Aussage zitiert, dass in Deutschland die schlimmste Bankenkrise seit 1931 drohe, wenn keine Rettungsaktion für die IKB zustande komme.

Heute hat die Deutsche Fondsgesellschaft Union Investment auf die Turbulenzen reagiert, indem sie ihren institutionellen Publikumsfonds "ABS-Invest" geschlossen hat, der in Verbriefungen investiert. Anleger des 1 Mrd. Euro schweren Fonds können ihre Anteile seit einer Woche nicht mehr zurückgeben. Die Investmentbanken hätten keine marktgerechten Preise mehr gestellt. Die Fondsgesellschaft begründete den außergewöhnlichen Schritt damit, die Anleger müssten geschützt werden. Angesichts hoher Mittelrückflüsse hätten Papiere zu äußerst schlechten Kursen abgegeben werden müssen.

Unsere Befürchtung: das ist nur die Spitze des Eisberges. Das Dilemma: wer nicht mindestens über einen Doktor-Titel in quantitativer Mathematik verfügt, hat keine Chance, das Ausmaß dieser Situation auch nur annähernd zu verstehen.

Der als Cassandra bekannte US-Fonds-Manager **Jeremy Grantham** (verwaltet \$150 Mrd) äußert sich wie folgt: **„Sub-prime ist vermutlich das Dümme, was die Menschheit je erfunden hat. Und das ist erst der Anfang. Die Hälfte aller HedgeFunds wird im Verlauf der nächsten 5 Jahre verschwinden. Die Stimmung ist umgeschlagen und das wird am Ende mindestens eine globale Bank in den Abgrund reißen. Einige der größten Private-Equity-Firmen werden als Folge des völlig überzogenen Hebels (Leverage) unter der Schuldenlast zusammenbrechen und viele Anleger ihr Investment kosten.“**