

Krisenstimmung am Kreditmarkt . .

D A T E N

GLOBAL

Die Nerven am Kreditmarkt liegen blank, nachdem die Zentralbanken in Form der Fed, EZB und Bank of England bestätigen, dass die Anpassung der Kreditaufschläge ausdrücklich begrüßt werde (Zinssenkungen zur Rettung ausgeschlossen).

USA Tendenziell deutlich schwächer

- Wirtschaftsdaten aus der zweiten Reihe signalisieren, dass die Gefahr einer konjunkturellen Abkühlung wächst.

EUROPA Tendenziell am Zenith

- Deutschland: der Anstieg beim Auftragseingang im Juni überrascht so sehr (+15,5%) wie der Einbruch der Industrieproduktion (Frage: Zufall oder Kapazitätsengpass?);
- Italien: Aufträge enttäuschen

ASIEN Tendenzielle Abkühlung

- Japan: Frühindikator überrascht, aber die Maschinenbauaufträge kollabieren;
- Australien: ZB erhöht Zins um 25 bps;
- Korea: Zentralbank erhöht Zinsen überraschend um 25 bps;

Zinsen / Aktien / WER

- Zinsen: laut Aussage von BearStearns befindet sich der Markt für Anleihen in der größten Krise seit 22 Jahren;
- Aktien: Volatilität steigt auf 28%, Kursausschläge bei Dax und Dow-Jones-Index erreichen 250 Punkte pro Tag;
- Währungen: Kursausschläge bei Yen und CHF nehmen zu, Dollar verliert an Boden, Ölpreis fällt nach neuem Rekordpreis um 10%;

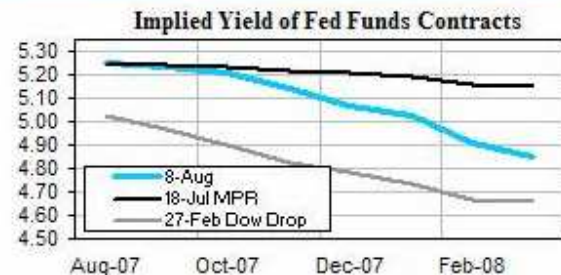
WuP - K O M M E N T A R

Welch ein Bild: am Bondmarkt herrscht nackte Panik, nachdem der Markt für Neuemissionen (ex-Staatsanleihen) mehr oder minder völlig zum Erliegen gekommen ist. Die Gründe sind bekannt.

Obwohl der IMF seine Konjunktur-Prognose gerade erst deutlich angehoben hat, ist die Stimmung im Lager der Investmentbank-Analysten heftig umgeschlagen. Goldman, Lehman, JPMorgan, Citibank, MerrillLynch haben die Wachstums-Prognosen kräftig nach unten revidiert. Auch die Fed schlägt gedämpfte Töne an.

Ein Spiegel dieser Entwicklung ist der FedFunds-Future-Kontrakt. Dieses Barometer für den US-Leitzins ist in nicht einmal 3 Wochen von 5,2% auf 4,6% gefallen und signalisiert 3 Zinssenkungen á 25 bps (blaue /schwarze Linie).

Fed Funds Futures Contracts



Sorgen bereitet auch die Tatsache, dass der Kredit-Virus in deutschen Geldmarkt-Fonds wütet (6 Fonds suspendiert). Heute hat die französische BNP-Bank drei Ihrer Fonds ausgesetzt. Anleger wundern sich (zu Recht), warum hoch bezahlte Asset Manager die Assets angeblich nicht mehr bewerten können.

Der Aktienmarkt hat den Schock am Kreditmarkt bislang recht locker weggesteckt. Zumindest beim Blick auf den Index verharren die Kurse vergleichbar stabil nahe ihren Rekord-Höchstständen. Doch das Bild täuscht.

Die Tabelle auf der nächsten Seite zeigt anhand einer Reihe von Beispielen, dass die Kreditkrise trotz der relativen Börsen-Ruhe schwere Flurschäden in den Portfolios vieler Anleger hinterlassen hat.

Investments in Finanzdienstleister sind auf breiter Front regelrecht unter die Räder gekommen. Besonders schlimm erwischt hat es jenen Sektor, der bislang als Motor für die Börsen-Eurphorie galt: Private Equity. Die

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

vermeintlichen Stars der Branche sorgen nicht mehr länger für die Sensations-Meldungen, sondern für Chaos. Erstaunlich: es sind nicht die kleinen unbekannt Adressen, sondern die Schwergewichte, wie schon bei ENRON in 2000. Es zerfetzt also auch diesmal die Creme de la Creme. Spätestens beim Blick auf den Kurszettel ist die Krise nicht mehr länger zu leugnen.

Banken: die Citibank-Aktie bildet mit -12% Wertverlust das Schlusslicht im Dow-Jones, gefolgt von JPMorgan und AIG. Der Dow hat in der Vergleichsperiode 9% zugelegt. Von den „Global-Players“ hat es BearStearns am Schlimmsten erwischt (fast 40% Kursrückgang, Aktie nicht im DowJones).

Private Equity: die nicht börsennotierte Branche profitierte bislang insbesondere bei Krisen vom Deckmantel der Verschwiegenheit. Der ist jedoch zumindest teilweise gelüftet, seit sich mit Blackstone, KKR, Fortress und ThirdPoint gleich vier der Platzhirsche per IPO an die Börse gewagt haben: das renommierte Schlachtschiff KKR hat -16% verloren, Blackstone -34%, Fortress sogar -46%.

	Verlust seit High in %	Return 2007 in %
Dow-Jones	-2,30	9,50
MSCI Global Eqy	-4,00	8,89
Pimco BondFund	-2,30	1,49
Private Equity		
FORTRESS	-45,95	-37,00
KKR	-15,80	-9,85
BLACKSTONE	-33,50	-33,50
MAN Financial	-13,33	-13,33
THIRD POINT	-7,00	-7,00
Hedge Funds		
CS-Tremont HFI-Index	-2,50	5,88
MSCI HF-Invest-Index	-1,80	3,66
GS Alpha (11)	-22,00	-16,00
Tudor Raptor (9)	-6,00	3,96
Caxton CTA (11)	-6,60	1,12
MAN AHL CTA (19)	-6,70	10,95

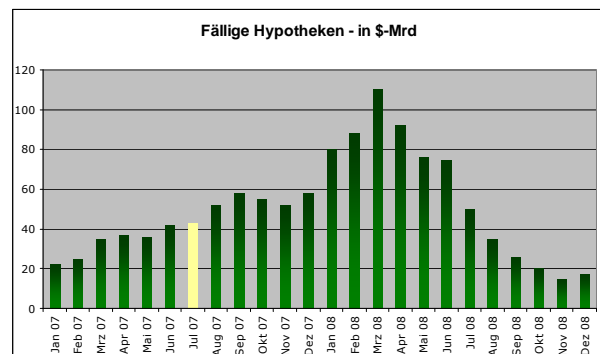
Im Lager der HedgeFunds sieht es kaum besser aus. Bei MAN-Financial hat der \$16 Mrd schwere AHL Fund im Juli -6,7% verloren. Die Aktie von MAN-Financial hat seit dem IPO bereits 14% verloren. Das Flugschiff von GoldmanSachs (der fast \$11 Mrd schwere Alpha-Fund) hat nicht nur im letzten Jahr 6% Wertverlust produziert, sondern bis Anfang Juli weitere 4%, um dann in den letzten 3-Juli-Wochen weitere 9% und in den letzten 4 Tagen noch mal 3% zu verlieren. Das sind kumulativ -16% im lfd. Jahr und -22% in 12 Monaten.

Ähnlich un-souverän erging es dem \$11 Mrd schweren Schlachtschiff von Tudor oder dem \$9 Mrd großen Caxton. Die logische Frage: was macht erst der Rest der Branche, wenn die Leitstiere, denen es weder an Talent noch an Werkzeugen oder Munition mangelt, um selbst schwerste Unwetter zu meistern - derart unter die Räder geraten.

Kaum ein Analyst wird jetzt eine Prognose wagen. Drei Beispiele zeigen, warum.

Beispiel 1: BearStearns hat für die jüngste Bond-Emission am Kapitalmarkt 225 bps über Staatsanleihen bezahlt. Das entspricht einem Rating von BBB- (ein Grad über Schrott-Anleihen). Faktisch ist die Refinanzierung der Firma damit gefährdet. Erstaunlich: BearStearns hat die Emission nicht storniert, sondern den Preis bezahlt (Zeichen von Verzweiflung);

Beispiel 2: die folgende Grafik zeigt das monatlich anstehende Volumen fälliger Hypotheken in den USA, die ebenfalls zu deutlich höheren Zinsen umgeschuldet werden müssen, nachdem der Zins für die Hauptfinanzierungs-Quelle in der Form von Jumbo-Pfandbriefen auf über 8% angestiegen ist. Die gelbe Säule markiert Juli 2007. Bislang wurde mit \$200 Mrd nur ein kleiner Teil refinanziert, den Brocken mit \$521 Mrd hat der Markt noch vor sich (1.Hj 2008).



Beispiel 3: China hat gestern formal gedroht, seine USD-Reserven als „Nuklear-Option“ zu nutzen. Man fasst sich an den Kopf!

Unser FAZIT:
Die Folgen der Kapitalverluste am Rückgang der Indices zu messen ist falsch, wie die Tabelle zeigt. Der latente Schaden ist deutlich höher, auch wenn er erst später sichtbar wird. Die Kausalkette: weniger Gewinn → weniger Konsum → weniger Investitionen → weniger Wachstum → unbezahlbare Schulden → höhere Zinsen → schwacher Dollar.