

## Zweck oder Zwangs-Optimismus ?

### D A T E N

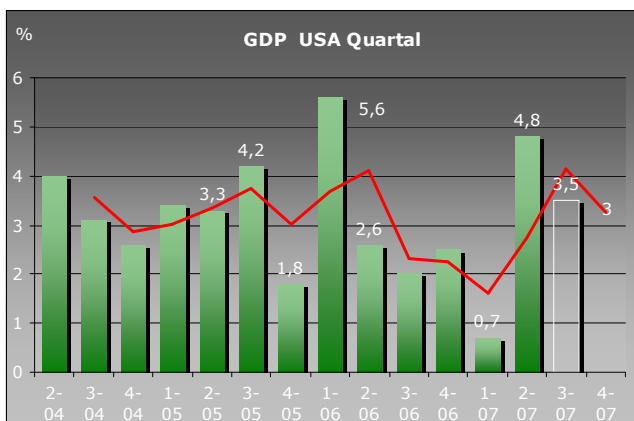
#### GLOBAL

• **Im Rahmen einer global koordinierten Rettungsaktion haben die Europäische Zentralbank (EZB) und die amerikanische Fed gemeinsam mit anderen Notenbanken Milliardensummen ins Bankensystem gepumpt. Mit vereinten Kräften stemmen sich die Währungshüter gegen eine drohende globale Kredit- und Finanzkrise.** Das Ziel: mit Hilfe von gezielten Liquiditätsspritzen soll die Anpassung der Vermögenspreise in geordnete Bahnen gelenkt werden;

• **Unbeschwerte Analysten in den Investment-Banken mimen derzeit Optimismus, reden von Kaufkursen, sagen „der Ausblick bleibt stabil“ und denken „aber unser Vertrauen darin ist nicht sonderlich hoch“** (our forecast remains stable but our confidence is not high);

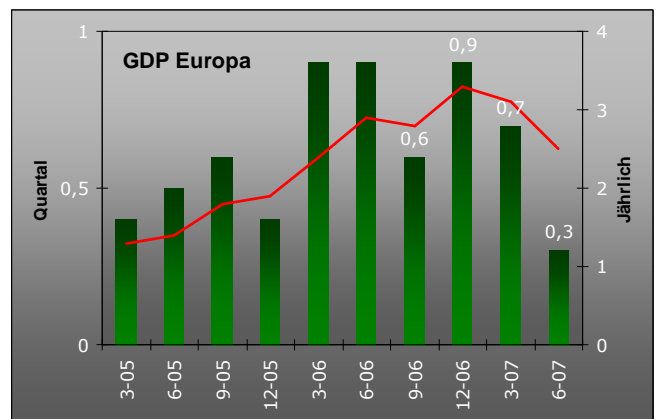
#### USA - überraschende Revision

Glaubt man der jüngsten Flut an Wirtschaftsdaten (Konsum, Export, Produktion, Kapazität), dann geht die Krise nicht nur völlig spurlos an der Konjunktur vorbei, das Wachstum wird nach dem Loch im 1. Quartal von ursprünglich geschätzten 2% auf vermutlich fast 5% und damit massiv hoch revidiert, obwohl die Hiobs-Botschaften vom Immobilienmarkt nicht abreißen;



#### EUROPA – enttäuschende Zahlen

• Die Konjunktur enttäuscht, Produktion und Wachstum fallen. Hintergrund: im 1. Q wurden die Lagerbestände so kräftig hochgefahren, dass die schwache Nachfrage kaschiert wurde und der Bedarf aus dem Lager gestillt wird; beim Blick auf die Quartals-Zahlen (Säulen) wird der Rückgang deutlicher (Linie= Jahreszahlen).



#### ASIEN

• China: der Exportüberschuss steigt auf \$24 Mrd (+67%), Geldmenge +18,5%, Konsum +17%, Inflation +5,6%, Industrieproduktion +18%;Fazit: Überhitzung; Folge: Aktienmarkt +35% in 4 Wochen;

#### Der Finanz-Markt (Aktien, Zinsen, WER)

Mit Bezug auf die Konjunkturdaten zählt nur eine einzige Frage: Zinssenkung ja oder nein. Ansonsten gilt die geballte Aufregung den eskalierenden Verlust-Meldungen aus der Private Equity / HedgeFunds Ecke. Panik: wer (mangels Kursen) nicht liquidieren kann was er will, der verkauft einfach was er kann.

Die Folgen: Goldman Sachs musste einen der Flaggship-Fonds mit \$3 Mrd re-kapitalisieren, nachdem das angeblich „market-neutrale“ Portfolio in nur einer Woche 30% an Wert verloren hat. Vordergründig wurde der Hebel im Portfolio halbiert, in Wahrheit einer befürchteten Investor-Panik begegnet (Kapitalabzug).

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

Das Hypotheken-Problem ist nicht mehr länger isoliert, ihm wachsen Beine. Globale Elefanten vom Kaliber einer Wal-Mart (Konsum) und UBS (Finanz) schockieren mit Gewinn-Warnungen, Home-Depot (Bau) will das mit viel Tam-Tam verkündete Aktien-Rückkaufprogramm lieber wieder stornieren. Die ersten M&A-Übernahmen fallen auseinander. KKR hat ein \$5 Mrd Paket mit Hypotheken verschleudert und den Verlust gebucht (keine Hoffnung auf Erholung??);

Die Folge: Staatsanleihen, YEN, Schweizer Franken und Dollars sind gefragt (um das Risiko zu reduzieren werden die Positionen getrimmt).

Zum Dollar: der kurze Dollar-Zins ist vorübergehend auf 6% gestiegen. Wer keinen Kredit bekommt, der muss die Dollars am Devisenmarkt kaufen (Repatriation). Erstaunlich, dass die Renditen nicht stärker sinken (Flucht in Sicherheit).

Die folgende Tabelle zeigt die Performance ausgesuchter Werte, die wir als Benchmark benutzen, um das Ausmaß der Krise zu messen:

## KOMMENTARE

### Finanz- und Kapitalmarkt

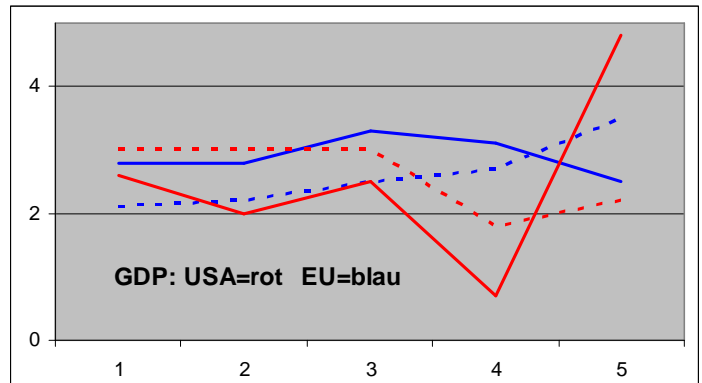
Mit vereinten Kräften (Liquiditätsspritzen) stemmen sich die globalen Währungshüter gegen eine drohende globale Kredit- und Finanzkrise. Dabei konnten sich die Märkte bis vor kurzem vor Liquidität kaum retten. Es zeigt, wie fragil das Finanzsystem in Wahrheit ist. In hastig arrangierten Conference-Calls drängen die Investment-Bank-Analysten ihre Kundschaft / Investoren dazu, die Nerven zu bewahren und nicht zu verkaufen. Die Märkte funktionieren angeblich ordentlich, die Real-Wirtschaft sei nicht betroffen, die Bewertung sei günstig (Kaufkurse), Grund zur Panik gibt es nicht.

### Wirtschaft / Konjunktur

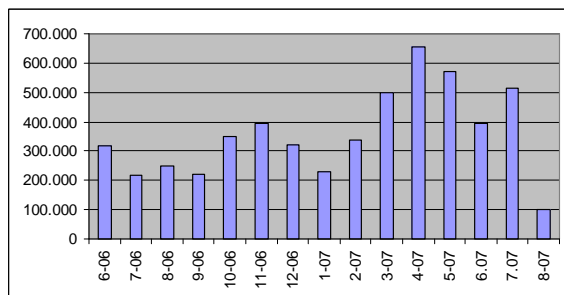
Die jüngsten Konjunktur-Daten stützen diesen Optimismus, ändern aber wenig an der Panikstimmung unter Profi-Investoren. Die Geister scheiden sich ganz schlicht an der folgenden Schlüsselfrage: Boom oder Bust?

Die Konjunkturdaten lassen eine rettende Zinssenkung in der Tat nicht zu. Im Gegenteil, das revidierte US-Wachstum wird vermutlich fast 5% erreichen. Die folgende Grafik zeigt das US-GDP in rot (gestrichelt vor Revision), die Europa-Werte vor und nach Revision jeweils in blau. Beim (Rück) Blick auf die Quartalsdaten hat das Wachstum in Europa den Zenit überschritten, während es sich in den USA von ursprünglich geschätzten 2% auf nun 4,8% mehr als verdoppelt (rote Linien). Die

Enttäuschung unter den Analysten ist verständlich, weil die Hoffnung auf Zinssenkungen durch die FED mit guten Konjunkturdaten zerrinnt, wie Butter in der Sonne.



Der aktuelle Puls der Konjunktur lässt eine rettende Zinssenkung kaum zu. Deshalb gilt das kollektive Interesse dem Ausblick. Gesucht ist nicht nur eine Antwort auf die Frage, wo die Krise so plötzlich herkommt, sondern wie sie auf die Konjunktur wirkt (ansteckend oder nicht). Die folgende Grafik zeigt die Aktivität am Markt für Übernahmen. Er ist im August zum Stillstand gekommen (trübe Aussichten).



Tatsächlich aber generiert die Finance-based-economy zwar 35% der Erträge im S&P-Index aber nur 5% vom GDP. Aus der für das Wachstum wichtigen Manufacturing-Economy kommen (abgesehen vom Gewinn) gute Signale. Der Himmel weiß, wie eine Zentralbank darauf reagieren soll. Perfekt an diese Stelle passt die aktuelle Merrill-Lynch Umfrage unter 181 institutionellen Investoren: 93% halten eine Rezension für unwahrscheinlich.

Nun ein paar Worte zum ersten Teil der Frage (Ursprung der Krise): vermutlich sind es die Sünden der Vergangenheit, die uns nun einholen (Greenspan's Geldpolitik). Nicht nur die FED hat tatenlos über die Schulter geblickt (toleriert), als der Markt Finanz-Risiken verpackt und verkauft hat, die niemand **wirklich versteht**. Beispiel: obwohl die Assets in den Fonds der BNP ein „Investment-Grade“ Rating besitzen, wurde die Rücknahme der Anteilscheine eingestellt. Bei den reihenweise absaufenden Flaggship-Fonds im

HedgeFund/Private Equity Sektor wurden die zweistelligen Verluste angeblich mit „Market-neutral“ Strategien eingefahren. Auf Nachfrage erklären die Profis lakonisch: die Modelle funktionieren gut, leider waren die Strategien „over-crowded“ (WuP: übervölkert).

Wegen des Käuferstreiks nimmt die US-Fed bis auf weiteres zusätzliche Pfandbriefe auf, um den Markt zu stabilisieren. Leider hilft das weder dem Kreditmarkt noch dem für die kurzfristige Refinanzierung lebenswichtigen Markt für Asset-Backed Commercial Paper. ABCP-Programme machen heute mehr als 50% der Gesamtvolumens aus, Neu-Emissionen sind kaum möglich.

Sollten die Zentralbanken angesichts dieser Gemenge-Lage tatsächlich zu Zinssenkungen genötigt werden, dann droht ein Teufelskreis. Störfeuer für mögliche Rettungsaktionen droht nicht nur von den unerwartet guten Konjunkturdaten, sondern auch aus der Inflations-Ecke: der globale Anstieg der Nahrungsmittelpreise droht zu eskalieren und diktiert eher Zinserhöhungen.

Die Verzerrungen an den Kapital- und Finanzmärkten werden durch die aktuelle Situation also noch weiter verschärft und das steigert die Verunsicherung.

Unsicherheit und Angst sind schlecht für die Börse. Trotzdem bleibt das Gros der Marktteilnehmer und Analysten überzeugt, dass der gegenwärtige Kursrückschlag für Schnäppchen sorgt (Kaufkurse). Derartiger Zwangs-Optimismus ist nicht un-typisch für einen Markt der überinvestiert ist. Er reflektiert die Hoffnung, dass die Zentralbanken und die Geschäftsbanken die Rolle des Kapitalmarktes übernehmen und durch Kreditvergabe einen Kollaps verhindern (wenn auch zu höheren Margen). Auffällig: obwohl das Epi-Zentrum der Krise zweifellos in den USA lag, hat der Stress am Finanzmarkt die Kurse in Europa deutlich härter getroffen. Mögliche Erklärung: Amerikaner müssen Assets im Ausland schlachten, um die eigenen Löcher zu stopfen (Repatriierung des Kapitals).

Die Gewinnwarnungen signalisieren, dass der Speck in den Firmenbilanzen vielleicht doch nicht ausreicht, um diesen Schlag abzuwehren. Das Crescendo der Schlagzeilen spricht für sich:

- 70 US-Hypotheken-Banken geschlossen
- Zahllose Geldmarkt-Fonds betroffen (Frankreich, Deutschland, Kanada, USA)
- Circa \$250-350 Mrd an ausstehenden Kreditfinanzierungen gefährdet
- Die größte Hypothekenbank Countrywide kämpft gegen Konkurs (Quelle MerrillLynch)
- Mindestens 17 Nichtbanken-Emittenten von mit Aktiva besicherten Geldmarktpapieren

(Asset Backed Commercial Paper, ABCP) können teilweise die Fälligkeiten nicht verlängern

Die folgende Tabelle dient uns als Krisen-Barometer. Der Kollaps bei HedgeFunds und Private Equity zeigt, dass der vergleichbar milde Rückgang bei Dax und Dow-Jones das wahre Ausmaß der Krise kaschiert.

	Verlust seit High in %	Return 2007 in %
Dow-Jones	-8,28	4,7
MSCI Global Eqy	-9,89	2,4
Pimco BondFund	-2,30	1,6
<b>Private Equity</b>		
FORTRESS	-70,00	<b>-37,0</b>
KKR	-22,65	<b>-15,2</b>
BLACKSTONE	-37,66	<b>-37,7</b>
MAN Financial	-21,90	<b>-21,9</b>
THIRD POINT	-11,00	<b>-11,0</b>
<b>Hedge Funds</b>		
CS-Tremont HFI	-2,50	4,65
MSCI HF-Invest	-1,80	2,74
GS Alpha (11)	-43,00	<b>-27,0</b>
Tudor Raptor (9)	-7,16	2,69
Caxton EQTY Grwth(11)	-5,64	4,11
Caxton CTA (11)	-10,10	-2,69
MAN AHL (CTA Div Futures 19)	-9,03	3,46

Fortress schockiert mit Gewinn-Kollaps, die Aktie hat seit dem Top -70% verloren; der Goldman Sachs Flaggship-Fonds Alpha bringt es auf 43% Verlust. Der kleiner Bruder GEO auf 33%. Die Folge: die Rating-Agentur Fitch warnt vor „Moral Hazard“.

Nicht in der Liste: der Aktienkurs von GoldmanSachs mit -26%, die Aktie von KFN, einem weiteren KKR-Ableger mit -65%.

**PS**  
**Diese Meldung klingt wie der Witz der Woche (kein Mangel an Risiko-Appetit):**

**Blackstone sammelt 22 Mrd. Dollar ein**  
Der US-Investor Blackstone hat seinen aktuellen Private-Equity-Fonds mit 21,7 Mrd. \$ endgültig geschlossen. Einer Mitteilung zufolge hat der Investor mit dem neuen Fonds bereits Unternehmen im Gesamtwert von 84 Mrd. \$ gekauft (fast zwei Drittel des Fonds sind bereits investiert).

**Der Weg zur Vernunft ist mühsam und lang.**