

## DATEN

### **GLOBAL**

- Aktuell: leichte Entspannung am Geldmarkt, die kurzen Zinsen geben nach, die Konjunktur überrascht ihre Kritiker mit guten Daten, Öl steigt auf \$90, Gold auf \$770 und der Dollar fällt auf ein neues Rekordtief;
- Ausblick: Lehman Brothers Research beschreibt die Stimmung mit nüchternen Worten: "Im Grunde sind wir uns über den Ausblick heute weniger sicher, als noch im Frühjahr".

### **USA**

Die Daten vom Immobilienmarkt sind schlicht grauenhaft, doch der mit +3,5% mehr als robuste Konsum liefert den Löwenanteil beim Wachstum und zwingt die Konjunktur-Pessimisten einmal mehr, ihre GDP-Prognosen für das 3. Quartal deutlich anzuheben;

#### **EUROPA**

Deutschland: ZEW-Index besser als erwartet; England: Konsum +6,5%;

# **ASIEN**

- China: Exportüberschuss steigt im September auf \$24Mrd, Dollar-Reserven klettern im 3. Quartal um weitere \$100 Mrd, Geldmenge wächst um 18,5%, Zentralbank erhöht die Mindest-Reserve, insgesamt der 13. Zinsschritt in diesem Jahr;
- Indien beschließt Kapitalverkehrskontrollen zur Abwehr von spekulativem Auslands-Kapital (Währung und Börsenkurse fallen);

### WER

- Obwohl der Ölpreis nach Ansicht von Experten längst überteuert ist, klettert er munter weiter (\$90), entgegen einer Konsens-Prognose die bei \$65 liegt. Die Trefferquote der Voraussagen weist für die Periode 1999-2007 die höchste je gemessene Fehlerquote auf (31%). Hält dieser Prognosefehler an, dann sind für 2008 neue Rekorde angesagt.
- Die Stärke des EURO spielt laut Professor Walter von DB Research auf dem G7-Gipfel keine Rolle. Grund: deutsche Exporteure haben über 2008 hinaus volle Auftragsbücher, Kapazitätsmangel und wenig Zeit für esoterische Währungs-Debatten. Wir erwarten abweichend

vom Professor – eine Überraschung. Die Signale aus Washington, Tokio und Peking deuten auf Konsens hinter den Kulissen und Maßnahmen bezüglich der drohenden Ungleichgewichte.

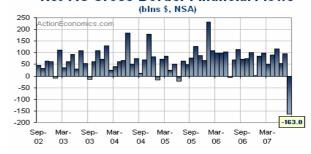
#### **Aktien**

Die Aktienkurse bleiben freundlich, trotz Baukrise und Rekord-Ölpreis. Beachtlich ist, wie der Markt auch die von heftigen Gewinnwarnungen geprägten Quartalsergebnisse verdaut (Ericsson, Citibank, Roche, Phillips, Samsung). Die Spannbreite der negativen Überraschungen stimmt nachdenklich. Von Tech (Ericsson, Samsung) über Transport (Fed-Ex), Bau und Immobilien bis hin zu Stahl (Klöckner -25%), Öl und Banken scheint kaum ein Sektor immun.

#### Zinsen

- China: Zentralbank droht mit verschärfter Restriktion der Geldpolitik, da die bisherigen Maßnahmen wirkungslos verpufft sind und warnt, dass die globale Überschuss-Liquidität ernsthafte Probleme an den Finanz- und Kapitalmärkten verursacht.
- Schweizer Zentralbank warnt, dass die unbegründete Kursschwäche des Franken Zinserhöhungen provozieren wird;
- BoA, JPMorgan und Citibank gründen Rettungs-Fonds für Conduits und SIV's. Die Konstruktion des MLEC (Master Liquidity Enhancement Conduit) erinnert an die zur Rettung der Sparkassen seinerzeit gegründete Auffanggesellschaft "RTC".
- Die TIC-Daten für August zeigen einen Kollaps des Kapitalstroms in die USA. Die Refinanzierung des Finanz-Systems steht auf brüchigem Eis (mehr dazu im Verlauf).

# Net TIC Cross-Border Financial Flows



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



Beim Blick auf die überraschend guten Konjunktur-Daten fragt man sich zu Recht, warum Amerika eigentlich den Leitzins gesenkt hat. Die Euphorie am Aktienmarkt scheint jedoch ähnlich verfehlt, denn die Quartalsergebnisse mancher Firmen verschlagen einem regelrecht die Sprache. Stellvertretend für viele stehen die Beispiele Klöckner, Ericsson oder Citibank, wo die schlechten Ergebnisse völlig ohne Vorwarnung innerhalb der letzten 14. Tage im September eintrafen (massiver Einbruch bei Umsatz, Gewinn und Cash-Flow). Das klingt nur auf den ersten Blick suspekt, denn es findet seine Ursache im überdimensionierten Hebel (Leverage). Scheinbar wird mit einem geringen Teil vom Umsatz mehr als der gesamte Gewinn eingefahren (Ericsson, Klöckner). Das Geschäft ist so stark gehebelt, dass ein marginaler Umsatzrückgang mächtige Löcher in die GuV reißt. Bei der UBS war selbst ein zweistelliger Umsatzanstieg kein Schutz vor Rekord-Verlusten. In den ertragsstärksten Sektoren der Banken hat es derart heftig geknallt, dass der Ausblick gesenkt werden muss. Nachdem bei Citibank alle Bereiche gleichzeitig eingebrochen sind, entpuppt sich das Geschäftsmodell der "Diversifizierung" als gefährlicher Boomerang. Wie tief das Problem geht, zeigen die folgenden Beispiele.

1.) Finanz / Banken: nachdem der Verlust bei Citigroup in nur 2 Wochen seit der Gewinnwarnung am 1. Oktober um weitere \$600 mio auf über \$6,5 Mrd anstieg, holen die großen US-Banken zum Befreiungsschlag aus. Koordiniert vom Finanzminister initiieren Citigroup, Bank of America, JPMorgan einen gigantischen Rettungsfonds, der strukturierten Anlagevehikeln (SIV) Wertpapiere abkauft. Das Super-Conduit namens "M-LEC" soll verhindern, dass die SIV's im großen Stil Wertpapierbestände auf den Markt werfen müssen und damit die Kurse weiter drücken. Nebeneffekt: die hinter den Zweckgesellschaften stehenden Adressen werden für die Verluste der bisher außerhalb der Bilanz geführten Finanzierungsgesellschaften geradestehen müssen. Der Fonds kommt vor allem Citigroup zu Gute, auf deren Conduits rund ein Viertel des 400 Mrd Dollar schweren SIV-Marktes entfällt. Pikant: Profis wie Alan Greenspan und Warren Buffet verurteilen diesen Schritt als falsch und gefährlich.

## 2.) Kapitalstrom / TIC Daten:

im August kollabierte der für die amerikanische Refinanzierung wichtige globale Kapitalstrom in die USA. Investoren zogen Kapital in Höhe von **gigantischen \$164 Mrd** ab (Privatanleger: \$142 Mrd, davon \$40 Mrd in Aktien; "Offizielle" Investoren wie China, Japan, Taiwan: \$21 Mrd). Nachdem sich die Märket im September erholt haben, wird ein Teil des Stroms wohl umkehren. Die Tabelle verdeutlicht aber auch, wie brisant die Situation bleibt, warum die US-Banken einen Rettungs-Fonds gründen und warum der Dollar ganz oben auf der Agenda des G7-Gipfels rangiert.

Für viele Analysten steht der Dollar kurz vor der Trendwende, da er im Kaufkraftvergleich als unterbewertet gilt und das Export-Defizit endlich schrumpft.

Doch hiezu gibt es nicht nur beim IMF geteilte Ansichten. Der leichte Rückgang beim Export-Defizit sei bestenfalls ein zyklisches Phänomen von kurzer Dauer. Im langfristigen Vergleich verlieren Dollarzunehmend Assets an Attraktivität. Die Tic-Daten warnen, dass die Zins- und Wachstums-Differenz nicht mehr länger ausreicht, um internationale Investoren gebührend für das steigende Risiko zu kompensieren.

TIC page line #	TIC Mthly Reports on Cross-Border Financial Flows (blns \$, NSA)									
	Asset Class	Aug-07	Jul-07	Jun-07	May-07	Apr-07	Mar-07			
30	Net TIC Flows	-163.0	94.3	53.1	116.0	90.8	50.6			
31	Private, net	-141.9	56.0	21.1	118.0	77.4	22.3			
32	Official, net	-21.1	38.4	32.0	-2.0	13.4	28.4			
19	Net LT Securities	-69.3	19.5	99.9	132.4	80.3	59.4			
3	Net Domestic	-34.9	25.0	121.7	170.1	97.7	101.1			
5+10	Treasury	-2.6	-9.4	24.7	22.7	0.5	31.1			
6+11	Agencies	9.6	8.7	39.6	27.0	36.1	15.1			
7+12	Corporates	-1.2	4.5	28.5	78.3	33.6	45.4			
8+13	Equities	40.6	21.2	28.8	42.0	27.5	9.5			
16	Net Foreign	-34.5	-5.5	-21.8	-37.6	-17.3	-41.8			
20	Net Other LT	-16.1	-22.2	-15.4	-15.2	-9.5	-15.4			
22	Net ST Securities	33.9	56.2	-16.0	2.5	-25.0	31.4			
29	Net Bank Liabs	-111.4	40.9	-15.4	-3.6	45.0	-24.7			

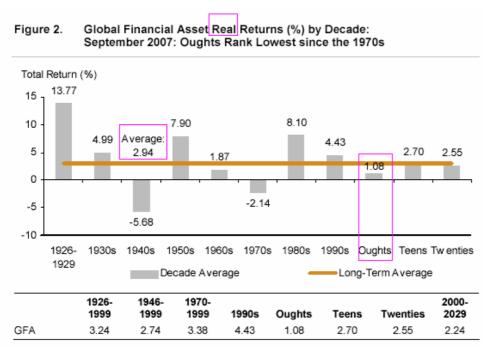
- \* Net LT Securities Purchased = Net Domestic + Net Foreign Securities Sold
- \* Treasuries, Agencies, Corporates, and Equities = private + official
- \* Net Other LT Acquisitions = est. unrecorded princial payments of ABS + est. foreign purchase U.S. swaps U.S. purchase Foreign swaps
- \* Net ST Securities = primarily chg' in banks/brokers custody liabs



Die folgende Grafik (Quelle Lehman) zeigt einen Vergleich der langfristigen Rendite aus Aktien und Anleihen pro Dekade (10-jahres Periode) seit 1920. Gemessen wird die durchschnittliche Rendite aus Aktien und Bonds, der Schnitt liegt bei 6,65%. Das 2. rote Rechteck markiert die aktuelle Dekade im neuen Jahrhundert, in Englisch die "Oughts" oder "Nulljahre". Je nach Szenario liegt die geschätzte Brutto-Rendite bei knapp 3% und liefert damit das seit den 40er Jahren schlechteste Resultat.

Figure 1. Global Financial Asset Returns by Decade: September 2007: Oughts Rank Lowest since the 1940s 1970s - 1990s Average: 11.15% Total Return (%) 18 16.86 16 2000 - 2029 14 12.85 Average: 4.30% 12 10.74 9.37 10 7.43 Average: 6.65 8 6 5.04 Alternate 3.55 4 2.76 Scenarios 2 3.01 0.13 1926-1930s 1940s 1950s 1960s 1970s 1980s 1990s Oughts Teens Twenties 1929 Decade Average Long-Term Average Source: Lehman Brothers

Der Netto-Wert (ex Inflation) erreicht 1,08% (vor Steuern). Diese im historischen Vergleich mickrige Rendite kann nur mit massive gehebelt halbwegs attraktiv werden. Wird dieser Hebel aufgrund einer veränderten Risikoeinschätzung jedoch reduziert, weil das Risiko steigt, dann droht eine längere Durststrecke mit mickrigen Renditen wie die Simulation der nächsten zwei Dekaden zeigt (Korrektur der Vermögenspreise).



Decade total return calculated using geometric mean of decade; 2007 value annualized, estimates for 2008-2029 1926-1989: equal weighted fixed-income and equity total returns; 1990-2007: market value-weighted MSCI and "Multiverse Plus" Index returns.



## DATEN

### **GLOBAL**

- Aktuell: leichte Entspannung am Geldmarkt, die kurzen Zinsen geben nach, die Konjunktur überrascht ihre Kritiker mit guten Daten, Öl steigt auf \$90, Gold auf \$770 und der Dollar fällt auf ein neues Rekordtief;
- Ausblick: Lehman Brothers Research beschreibt die Stimmung mit nüchternen Worten: "Im Grunde sind wir uns über den Ausblick heute weniger sicher, als noch im Frühjahr".

### **USA**

Die Daten vom Immobilienmarkt sind schlicht grauenhaft, doch der mit +3,5% mehr als robuste Konsum liefert den Löwenanteil beim Wachstum und zwingt die Konjunktur-Pessimisten einmal mehr, ihre GDP-Prognosen für das 3. Quartal deutlich anzuheben;

#### **EUROPA**

Deutschland: ZEW-Index besser als erwartet; England: Konsum +6,5%;

# **ASIEN**

- China: Exportüberschuss steigt im September auf \$24Mrd, Dollar-Reserven klettern im 3. Quartal um weitere \$100 Mrd, Geldmenge wächst um 18,5%, Zentralbank erhöht die Mindest-Reserve, insgesamt der 13. Zinsschritt in diesem Jahr;
- Indien beschließt Kapitalverkehrskontrollen zur Abwehr von spekulativem Auslands-Kapital (Währung und Börsenkurse fallen);

### WER

- Obwohl der Ölpreis nach Ansicht von Experten längst überteuert ist, klettert er munter weiter (\$90), entgegen einer Konsens-Prognose die bei \$65 liegt. Die Trefferquote der Voraussagen weist für die Periode 1999-2007 die höchste je gemessene Fehlerquote auf (31%). Hält dieser Prognosefehler an, dann sind für 2008 neue Rekorde angesagt.
- Die Stärke des EURO spielt laut Professor Walter von DB Research auf dem G7-Gipfel keine Rolle. Grund: deutsche Exporteure haben über 2008 hinaus volle Auftragsbücher, Kapazitätsmangel und wenig Zeit für esoterische Währungs-Debatten. Wir erwarten abweichend

vom Professor – eine Überraschung. Die Signale aus Washington, Tokio und Peking deuten auf Konsens hinter den Kulissen und Maßnahmen bezüglich der drohenden Ungleichgewichte.

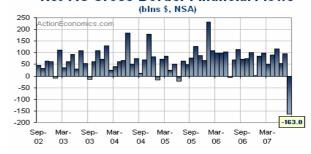
#### **Aktien**

Die Aktienkurse bleiben freundlich, trotz Baukrise und Rekord-Ölpreis. Beachtlich ist, wie der Markt auch die von heftigen Gewinnwarnungen geprägten Quartalsergebnisse verdaut (Ericsson, Citibank, Roche, Phillips, Samsung). Die Spannbreite der negativen Überraschungen stimmt nachdenklich. Von Tech (Ericsson, Samsung) über Transport (Fed-Ex), Bau und Immobilien bis hin zu Stahl (Klöckner -25%), Öl und Banken scheint kaum ein Sektor immun.

#### Zinsen

- China: Zentralbank droht mit verschärfter Restriktion der Geldpolitik, da die bisherigen Maßnahmen wirkungslos verpufft sind und warnt, dass die globale Überschuss-Liquidität ernsthafte Probleme an den Finanz- und Kapitalmärkten verursacht.
- Schweizer Zentralbank warnt, dass die unbegründete Kursschwäche des Franken Zinserhöhungen provozieren wird;
- BoA, JPMorgan und Citibank gründen Rettungs-Fonds für Conduits und SIV's. Die Konstruktion des MLEC (Master Liquidity Enhancement Conduit) erinnert an die zur Rettung der Sparkassen seinerzeit gegründete Auffanggesellschaft "RTC".
- Die TIC-Daten für August zeigen einen Kollaps des Kapitalstroms in die USA. Die Refinanzierung des Finanz-Systems steht auf brüchigem Eis (mehr dazu im Verlauf).

# Net TIC Cross-Border Financial Flows



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



Beim Blick auf die überraschend guten Konjunktur-Daten fragt man sich zu Recht, warum Amerika eigentlich den Leitzins gesenkt hat. Die Euphorie am Aktienmarkt scheint jedoch ähnlich verfehlt, denn die Quartalsergebnisse mancher Firmen verschlagen einem regelrecht die Sprache. Stellvertretend für viele stehen die Beispiele Klöckner, Ericsson oder Citibank, wo die schlechten Ergebnisse völlig ohne Vorwarnung innerhalb der letzten 14. Tage im September eintrafen (massiver Einbruch bei Umsatz, Gewinn und Cash-Flow). Das klingt nur auf den ersten Blick suspekt, denn es findet seine Ursache im überdimensionierten Hebel (Leverage). Scheinbar wird mit einem geringen Teil vom Umsatz mehr als der gesamte Gewinn eingefahren (Ericsson, Klöckner). Das Geschäft ist so stark gehebelt, dass ein marginaler Umsatzrückgang mächtige Löcher in die GuV reißt. Bei der UBS war selbst ein zweistelliger Umsatzanstieg kein Schutz vor Rekord-Verlusten. In den ertragsstärksten Sektoren der Banken hat es derart heftig geknallt, dass der Ausblick gesenkt werden muss. Nachdem bei Citibank alle Bereiche gleichzeitig eingebrochen sind, entpuppt sich das Geschäftsmodell der "Diversifizierung" als gefährlicher Boomerang. Wie tief das Problem geht, zeigen die folgenden Beispiele.

1.) Finanz / Banken: nachdem der Verlust bei Citigroup in nur 2 Wochen seit der Gewinnwarnung am 1. Oktober um weitere \$600 mio auf über \$6,5 Mrd anstieg, holen die großen US-Banken zum Befreiungsschlag aus. Koordiniert vom Finanzminister initiieren Citigroup, Bank of America, JPMorgan einen gigantischen Rettungsfonds, der strukturierten Anlagevehikeln (SIV) Wertpapiere abkauft. Das Super-Conduit namens "M-LEC" soll verhindern, dass die SIV's im großen Stil Wertpapierbestände auf den Markt werfen müssen und damit die Kurse weiter drücken. Nebeneffekt: die hinter den Zweckgesellschaften stehenden Adressen werden für die Verluste der bisher außerhalb der Bilanz geführten Finanzierungsgesellschaften geradestehen müssen. Der Fonds kommt vor allem Citigroup zu Gute, auf deren Conduits rund ein Viertel des 400 Mrd Dollar schweren SIV-Marktes entfällt. Pikant: Profis wie Alan Greenspan und Warren Buffet verurteilen diesen Schritt als falsch und gefährlich.

## 2.) Kapitalstrom / TIC Daten:

im August kollabierte der für die amerikanische Refinanzierung wichtige globale Kapitalstrom in die USA. Investoren zogen Kapital in Höhe von **gigantischen \$164 Mrd** ab (Privatanleger: \$142 Mrd, davon \$40 Mrd in Aktien; "Offizielle" Investoren wie China, Japan, Taiwan: \$21 Mrd). Nachdem sich die Märket im September erholt haben, wird ein Teil des Stroms wohl umkehren. Die Tabelle verdeutlicht aber auch, wie brisant die Situation bleibt, warum die US-Banken einen Rettungs-Fonds gründen und warum der Dollar ganz oben auf der Agenda des G7-Gipfels rangiert.

Für viele Analysten steht der Dollar kurz vor der Trendwende, da er im Kaufkraftvergleich als unterbewertet gilt und das Export-Defizit endlich schrumpft.

Doch hiezu gibt es nicht nur beim IMF geteilte Ansichten. Der leichte Rückgang beim Export-Defizit sei bestenfalls ein zyklisches Phänomen von kurzer Dauer. Im langfristigen Vergleich verlieren Dollarzunehmend Assets an Attraktivität. Die Tic-Daten warnen, dass die Zins- und Wachstums-Differenz nicht mehr länger ausreicht, um internationale Investoren gebührend für das steigende Risiko zu kompensieren.

TIC page line #	TIC Mthly Reports on Cross-Border Financial Flows (blns \$, NSA)									
	Asset Class	Aug-07	Jul-07	Jun-07	May-07	Apr-07	Mar-07			
30	Net TIC Flows	-163.0	94.3	53.1	116.0	90.8	50.6			
31	Private, net	-141.9	56.0	21.1	118.0	77.4	22.3			
32	Official, net	-21.1	38.4	32.0	-2.0	13.4	28.4			
19	Net LT Securities	-69.3	19.5	99.9	132.4	80.3	59.4			
3	Net Domestic	-34.9	25.0	121.7	170.1	97.7	101.1			
5+10	Treasury	-2.6	-9.4	24.7	22.7	0.5	31.1			
6+11	Agencies	9.6	8.7	39.6	27.0	36.1	15.1			
7+12	Corporates	-1.2	4.5	28.5	78.3	33.6	45.4			
8+13	Equities	40.6	21.2	28.8	42.0	27.5	9.5			
16	Net Foreign	-34.5	-5.5	-21.8	-37.6	-17.3	-41.8			
20	Net Other LT	-16.1	-22.2	-15.4	-15.2	-9.5	-15.4			
22	Net ST Securities	33.9	56.2	-16.0	2.5	-25.0	31.4			
29	Net Bank Liabs	-111.4	40.9	-15.4	-3.6	45.0	-24.7			

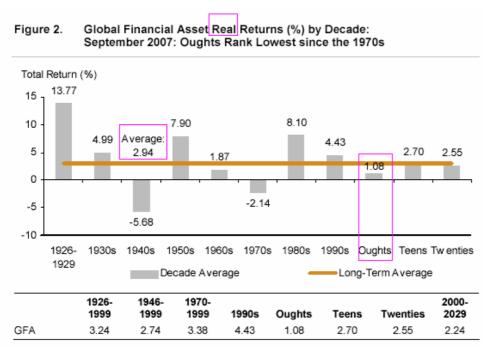
- \* Net LT Securities Purchased = Net Domestic + Net Foreign Securities Sold
- \* Treasuries, Agencies, Corporates, and Equities = private + official
- \* Net Other LT Acquisitions = est. unrecorded princial payments of ABS + est. foreign purchase U.S. swaps U.S. purchase Foreign swaps
- \* Net ST Securities = primarily chg' in banks/brokers custody liabs



Die folgende Grafik (Quelle Lehman) zeigt einen Vergleich der langfristigen Rendite aus Aktien und Anleihen pro Dekade (10-jahres Periode) seit 1920. Gemessen wird die durchschnittliche Rendite aus Aktien und Bonds, der Schnitt liegt bei 6,65%. Das 2. rote Rechteck markiert die aktuelle Dekade im neuen Jahrhundert, in Englisch die "Oughts" oder "Nulljahre". Je nach Szenario liegt die geschätzte Brutto-Rendite bei knapp 3% und liefert damit das seit den 40er Jahren schlechteste Resultat.

Figure 1. Global Financial Asset Returns by Decade: September 2007: Oughts Rank Lowest since the 1940s 1970s - 1990s Average: 11.15% Total Return (%) 18 16.86 16 2000 - 2029 14 12.85 Average: 4.30% 12 10.74 9.37 10 7.43 Average: 6.65 8 6 5.04 Alternate 3.55 4 2.76 Scenarios 2 3.01 0.13 1926-1930s 1940s 1950s 1960s 1970s 1980s 1990s Oughts Teens Twenties 1929 Decade Average Long-Term Average Source: Lehman Brothers

Der Netto-Wert (ex Inflation) erreicht 1,08% (vor Steuern). Diese im historischen Vergleich mickrige Rendite kann nur mit massive gehebelt halbwegs attraktiv werden. Wird dieser Hebel aufgrund einer veränderten Risikoeinschätzung jedoch reduziert, weil das Risiko steigt, dann droht eine längere Durststrecke mit mickrigen Renditen wie die Simulation der nächsten zwei Dekaden zeigt (Korrektur der Vermögenspreise).



Decade total return calculated using geometric mean of decade; 2007 value annualized, estimates for 2008-2029 1926-1989: equal weighted fixed-income and equity total returns; 1990-2007: market value-weighted MSCI and "Multiverse Plus" Index returns.



## DATEN

### **GLOBAL**

- Aktuell: leichte Entspannung am Geldmarkt, die kurzen Zinsen geben nach, die Konjunktur überrascht ihre Kritiker mit guten Daten, Öl steigt auf \$90, Gold auf \$770 und der Dollar fällt auf ein neues Rekordtief;
- Ausblick: Lehman Brothers Research beschreibt die Stimmung mit nüchternen Worten: "Im Grunde sind wir uns über den Ausblick heute weniger sicher, als noch im Frühjahr".

### **USA**

Die Daten vom Immobilienmarkt sind schlicht grauenhaft, doch der mit +3,5% mehr als robuste Konsum liefert den Löwenanteil beim Wachstum und zwingt die Konjunktur-Pessimisten einmal mehr, ihre GDP-Prognosen für das 3. Quartal deutlich anzuheben;

#### **EUROPA**

Deutschland: ZEW-Index besser als erwartet; England: Konsum +6,5%;

# **ASIEN**

- China: Exportüberschuss steigt im September auf \$24Mrd, Dollar-Reserven klettern im 3. Quartal um weitere \$100 Mrd, Geldmenge wächst um 18,5%, Zentralbank erhöht die Mindest-Reserve, insgesamt der 13. Zinsschritt in diesem Jahr;
- Indien beschließt Kapitalverkehrskontrollen zur Abwehr von spekulativem Auslands-Kapital (Währung und Börsenkurse fallen);

### WER

- Obwohl der Ölpreis nach Ansicht von Experten längst überteuert ist, klettert er munter weiter (\$90), entgegen einer Konsens-Prognose die bei \$65 liegt. Die Trefferquote der Voraussagen weist für die Periode 1999-2007 die höchste je gemessene Fehlerquote auf (31%). Hält dieser Prognosefehler an, dann sind für 2008 neue Rekorde angesagt.
- Die Stärke des EURO spielt laut Professor Walter von DB Research auf dem G7-Gipfel keine Rolle. Grund: deutsche Exporteure haben über 2008 hinaus volle Auftragsbücher, Kapazitätsmangel und wenig Zeit für esoterische Währungs-Debatten. Wir erwarten abweichend

vom Professor – eine Überraschung. Die Signale aus Washington, Tokio und Peking deuten auf Konsens hinter den Kulissen und Maßnahmen bezüglich der drohenden Ungleichgewichte.

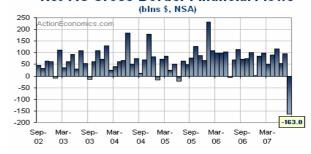
#### **Aktien**

Die Aktienkurse bleiben freundlich, trotz Baukrise und Rekord-Ölpreis. Beachtlich ist, wie der Markt auch die von heftigen Gewinnwarnungen geprägten Quartalsergebnisse verdaut (Ericsson, Citibank, Roche, Phillips, Samsung). Die Spannbreite der negativen Überraschungen stimmt nachdenklich. Von Tech (Ericsson, Samsung) über Transport (Fed-Ex), Bau und Immobilien bis hin zu Stahl (Klöckner -25%), Öl und Banken scheint kaum ein Sektor immun.

#### Zinsen

- China: Zentralbank droht mit verschärfter Restriktion der Geldpolitik, da die bisherigen Maßnahmen wirkungslos verpufft sind und warnt, dass die globale Überschuss-Liquidität ernsthafte Probleme an den Finanz- und Kapitalmärkten verursacht.
- Schweizer Zentralbank warnt, dass die unbegründete Kursschwäche des Franken Zinserhöhungen provozieren wird;
- BoA, JPMorgan und Citibank gründen Rettungs-Fonds für Conduits und SIV's. Die Konstruktion des MLEC (Master Liquidity Enhancement Conduit) erinnert an die zur Rettung der Sparkassen seinerzeit gegründete Auffanggesellschaft "RTC".
- Die TIC-Daten für August zeigen einen Kollaps des Kapitalstroms in die USA. Die Refinanzierung des Finanz-Systems steht auf brüchigem Eis (mehr dazu im Verlauf).

# Net TIC Cross-Border Financial Flows



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



Beim Blick auf die überraschend guten Konjunktur-Daten fragt man sich zu Recht, warum Amerika eigentlich den Leitzins gesenkt hat. Die Euphorie am Aktienmarkt scheint jedoch ähnlich verfehlt, denn die Quartalsergebnisse mancher Firmen verschlagen einem regelrecht die Sprache. Stellvertretend für viele stehen die Beispiele Klöckner, Ericsson oder Citibank, wo die schlechten Ergebnisse völlig ohne Vorwarnung innerhalb der letzten 14. Tage im September eintrafen (massiver Einbruch bei Umsatz, Gewinn und Cash-Flow). Das klingt nur auf den ersten Blick suspekt, denn es findet seine Ursache im überdimensionierten Hebel (Leverage). Scheinbar wird mit einem geringen Teil vom Umsatz mehr als der gesamte Gewinn eingefahren (Ericsson, Klöckner). Das Geschäft ist so stark gehebelt, dass ein marginaler Umsatzrückgang mächtige Löcher in die GuV reißt. Bei der UBS war selbst ein zweistelliger Umsatzanstieg kein Schutz vor Rekord-Verlusten. In den ertragsstärksten Sektoren der Banken hat es derart heftig geknallt, dass der Ausblick gesenkt werden muss. Nachdem bei Citibank alle Bereiche gleichzeitig eingebrochen sind, entpuppt sich das Geschäftsmodell der "Diversifizierung" als gefährlicher Boomerang. Wie tief das Problem geht, zeigen die folgenden Beispiele.

1.) Finanz / Banken: nachdem der Verlust bei Citigroup in nur 2 Wochen seit der Gewinnwarnung am 1. Oktober um weitere \$600 mio auf über \$6,5 Mrd anstieg, holen die großen US-Banken zum Befreiungsschlag aus. Koordiniert vom Finanzminister initiieren Citigroup, Bank of America, JPMorgan einen gigantischen Rettungsfonds, der strukturierten Anlagevehikeln (SIV) Wertpapiere abkauft. Das Super-Conduit namens "M-LEC" soll verhindern, dass die SIV's im großen Stil Wertpapierbestände auf den Markt werfen müssen und damit die Kurse weiter drücken. Nebeneffekt: die hinter den Zweckgesellschaften stehenden Adressen werden für die Verluste der bisher außerhalb der Bilanz geführten Finanzierungsgesellschaften geradestehen müssen. Der Fonds kommt vor allem Citigroup zu Gute, auf deren Conduits rund ein Viertel des 400 Mrd Dollar schweren SIV-Marktes entfällt. Pikant: Profis wie Alan Greenspan und Warren Buffet verurteilen diesen Schritt als falsch und gefährlich.

## 2.) Kapitalstrom / TIC Daten:

im August kollabierte der für die amerikanische Refinanzierung wichtige globale Kapitalstrom in die USA. Investoren zogen Kapital in Höhe von **gigantischen \$164 Mrd** ab (Privatanleger: \$142 Mrd, davon \$40 Mrd in Aktien; "Offizielle" Investoren wie China, Japan, Taiwan: \$21 Mrd). Nachdem sich die Märket im September erholt haben, wird ein Teil des Stroms wohl umkehren. Die Tabelle verdeutlicht aber auch, wie brisant die Situation bleibt, warum die US-Banken einen Rettungs-Fonds gründen und warum der Dollar ganz oben auf der Agenda des G7-Gipfels rangiert.

Für viele Analysten steht der Dollar kurz vor der Trendwende, da er im Kaufkraftvergleich als unterbewertet gilt und das Export-Defizit endlich schrumpft.

Doch hiezu gibt es nicht nur beim IMF geteilte Ansichten. Der leichte Rückgang beim Export-Defizit sei bestenfalls ein zyklisches Phänomen von kurzer Dauer. Im langfristigen Vergleich verlieren Dollarzunehmend Assets an Attraktivität. Die Tic-Daten warnen, dass die Zins- und Wachstums-Differenz nicht mehr länger ausreicht, um internationale Investoren gebührend für das steigende Risiko zu kompensieren.

TIC page line #	TIC Mthly Reports on Cross-Border Financial Flows (blns \$, NSA)									
	Asset Class	Aug-07	Jul-07	Jun-07	May-07	Apr-07	Mar-07			
30	Net TIC Flows	-163.0	94.3	53.1	116.0	90.8	50.6			
31	Private, net	-141.9	56.0	21.1	118.0	77.4	22.3			
32	Official, net	-21.1	38.4	32.0	-2.0	13.4	28.4			
19	Net LT Securities	-69.3	19.5	99.9	132.4	80.3	59.4			
3	Net Domestic	-34.9	25.0	121.7	170.1	97.7	101.1			
5+10	Treasury	-2.6	-9.4	24.7	22.7	0.5	31.1			
6+11	Agencies	9.6	8.7	39.6	27.0	36.1	15.1			
7+12	Corporates	-1.2	4.5	28.5	78.3	33.6	45.4			
8+13	Equities	40.6	21.2	28.8	42.0	27.5	9.5			
16	Net Foreign	-34.5	-5.5	-21.8	-37.6	-17.3	-41.8			
20	Net Other LT	-16.1	-22.2	-15.4	-15.2	-9.5	-15.4			
22	Net ST Securities	33.9	56.2	-16.0	2.5	-25.0	31.4			
29	Net Bank Liabs	-111.4	40.9	-15.4	-3.6	45.0	-24.7			

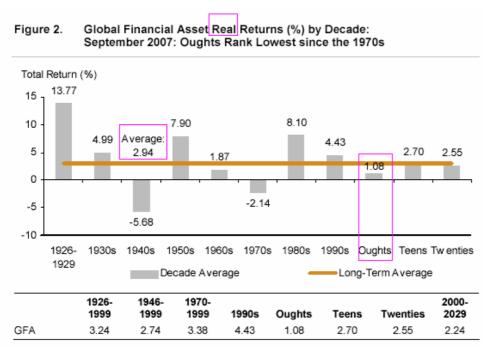
- \* Net LT Securities Purchased = Net Domestic + Net Foreign Securities Sold
- \* Treasuries, Agencies, Corporates, and Equities = private + official
- \* Net Other LT Acquisitions = est. unrecorded princial payments of ABS + est. foreign purchase U.S. swaps U.S. purchase Foreign swaps
- \* Net ST Securities = primarily chg' in banks/brokers custody liabs



Die folgende Grafik (Quelle Lehman) zeigt einen Vergleich der langfristigen Rendite aus Aktien und Anleihen pro Dekade (10-jahres Periode) seit 1920. Gemessen wird die durchschnittliche Rendite aus Aktien und Bonds, der Schnitt liegt bei 6,65%. Das 2. rote Rechteck markiert die aktuelle Dekade im neuen Jahrhundert, in Englisch die "Oughts" oder "Nulljahre". Je nach Szenario liegt die geschätzte Brutto-Rendite bei knapp 3% und liefert damit das seit den 40er Jahren schlechteste Resultat.

Figure 1. Global Financial Asset Returns by Decade: September 2007: Oughts Rank Lowest since the 1940s 1970s - 1990s Average: 11.15% Total Return (%) 18 16.86 16 2000 - 2029 14 12.85 Average: 4.30% 12 10.74 9.37 10 7.43 Average: 6.65 8 6 5.04 Alternate 3.55 4 2.76 Scenarios 2 3.01 0.13 1926-1930s 1940s 1950s 1960s 1970s 1980s 1990s Oughts Teens Twenties 1929 Decade Average Long-Term Average Source: Lehman Brothers

Der Netto-Wert (ex Inflation) erreicht 1,08% (vor Steuern). Diese im historischen Vergleich mickrige Rendite kann nur mit massive gehebelt halbwegs attraktiv werden. Wird dieser Hebel aufgrund einer veränderten Risikoeinschätzung jedoch reduziert, weil das Risiko steigt, dann droht eine längere Durststrecke mit mickrigen Renditen wie die Simulation der nächsten zwei Dekaden zeigt (Korrektur der Vermögenspreise).



Decade total return calculated using geometric mean of decade; 2007 value annualized, estimates for 2008-2029 1926-1989: equal weighted fixed-income and equity total returns; 1990-2007: market value-weighted MSCI and "Multiverse Plus" Index returns.



## DATEN

### **GLOBAL**

- Aktuell: leichte Entspannung am Geldmarkt, die kurzen Zinsen geben nach, die Konjunktur überrascht ihre Kritiker mit guten Daten, Öl steigt auf \$90, Gold auf \$770 und der Dollar fällt auf ein neues Rekordtief;
- Ausblick: Lehman Brothers Research beschreibt die Stimmung mit nüchternen Worten: "Im Grunde sind wir uns über den Ausblick heute weniger sicher, als noch im Frühjahr".

### **USA**

Die Daten vom Immobilienmarkt sind schlicht grauenhaft, doch der mit +3,5% mehr als robuste Konsum liefert den Löwenanteil beim Wachstum und zwingt die Konjunktur-Pessimisten einmal mehr, ihre GDP-Prognosen für das 3. Quartal deutlich anzuheben;

#### **EUROPA**

Deutschland: ZEW-Index besser als erwartet; England: Konsum +6,5%;

# **ASIEN**

- China: Exportüberschuss steigt im September auf \$24Mrd, Dollar-Reserven klettern im 3. Quartal um weitere \$100 Mrd, Geldmenge wächst um 18,5%, Zentralbank erhöht die Mindest-Reserve, insgesamt der 13. Zinsschritt in diesem Jahr;
- Indien beschließt Kapitalverkehrskontrollen zur Abwehr von spekulativem Auslands-Kapital (Währung und Börsenkurse fallen);

### WER

- Obwohl der Ölpreis nach Ansicht von Experten längst überteuert ist, klettert er munter weiter (\$90), entgegen einer Konsens-Prognose die bei \$65 liegt. Die Trefferquote der Voraussagen weist für die Periode 1999-2007 die höchste je gemessene Fehlerquote auf (31%). Hält dieser Prognosefehler an, dann sind für 2008 neue Rekorde angesagt.
- Die Stärke des EURO spielt laut Professor Walter von DB Research auf dem G7-Gipfel keine Rolle. Grund: deutsche Exporteure haben über 2008 hinaus volle Auftragsbücher, Kapazitätsmangel und wenig Zeit für esoterische Währungs-Debatten. Wir erwarten abweichend

vom Professor – eine Überraschung. Die Signale aus Washington, Tokio und Peking deuten auf Konsens hinter den Kulissen und Maßnahmen bezüglich der drohenden Ungleichgewichte.

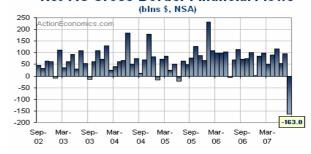
#### **Aktien**

Die Aktienkurse bleiben freundlich, trotz Baukrise und Rekord-Ölpreis. Beachtlich ist, wie der Markt auch die von heftigen Gewinnwarnungen geprägten Quartalsergebnisse verdaut (Ericsson, Citibank, Roche, Phillips, Samsung). Die Spannbreite der negativen Überraschungen stimmt nachdenklich. Von Tech (Ericsson, Samsung) über Transport (Fed-Ex), Bau und Immobilien bis hin zu Stahl (Klöckner -25%), Öl und Banken scheint kaum ein Sektor immun.

#### Zinsen

- China: Zentralbank droht mit verschärfter Restriktion der Geldpolitik, da die bisherigen Maßnahmen wirkungslos verpufft sind und warnt, dass die globale Überschuss-Liquidität ernsthafte Probleme an den Finanz- und Kapitalmärkten verursacht.
- Schweizer Zentralbank warnt, dass die unbegründete Kursschwäche des Franken Zinserhöhungen provozieren wird;
- BoA, JPMorgan und Citibank gründen Rettungs-Fonds für Conduits und SIV's. Die Konstruktion des MLEC (Master Liquidity Enhancement Conduit) erinnert an die zur Rettung der Sparkassen seinerzeit gegründete Auffanggesellschaft "RTC".
- Die TIC-Daten für August zeigen einen Kollaps des Kapitalstroms in die USA. Die Refinanzierung des Finanz-Systems steht auf brüchigem Eis (mehr dazu im Verlauf).

# Net TIC Cross-Border Financial Flows



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



Beim Blick auf die überraschend guten Konjunktur-Daten fragt man sich zu Recht, warum Amerika eigentlich den Leitzins gesenkt hat. Die Euphorie am Aktienmarkt scheint jedoch ähnlich verfehlt, denn die Quartalsergebnisse mancher Firmen verschlagen einem regelrecht die Sprache. Stellvertretend für viele stehen die Beispiele Klöckner, Ericsson oder Citibank, wo die schlechten Ergebnisse völlig ohne Vorwarnung innerhalb der letzten 14. Tage im September eintrafen (massiver Einbruch bei Umsatz, Gewinn und Cash-Flow). Das klingt nur auf den ersten Blick suspekt, denn es findet seine Ursache im überdimensionierten Hebel (Leverage). Scheinbar wird mit einem geringen Teil vom Umsatz mehr als der gesamte Gewinn eingefahren (Ericsson, Klöckner). Das Geschäft ist so stark gehebelt, dass ein marginaler Umsatzrückgang mächtige Löcher in die GuV reißt. Bei der UBS war selbst ein zweistelliger Umsatzanstieg kein Schutz vor Rekord-Verlusten. In den ertragsstärksten Sektoren der Banken hat es derart heftig geknallt, dass der Ausblick gesenkt werden muss. Nachdem bei Citibank alle Bereiche gleichzeitig eingebrochen sind, entpuppt sich das Geschäftsmodell der "Diversifizierung" als gefährlicher Boomerang. Wie tief das Problem geht, zeigen die folgenden Beispiele.

1.) Finanz / Banken: nachdem der Verlust bei Citigroup in nur 2 Wochen seit der Gewinnwarnung am 1. Oktober um weitere \$600 mio auf über \$6,5 Mrd anstieg, holen die großen US-Banken zum Befreiungsschlag aus. Koordiniert vom Finanzminister initiieren Citigroup, Bank of America, JPMorgan einen gigantischen Rettungsfonds, der strukturierten Anlagevehikeln (SIV) Wertpapiere abkauft. Das Super-Conduit namens "M-LEC" soll verhindern, dass die SIV's im großen Stil Wertpapierbestände auf den Markt werfen müssen und damit die Kurse weiter drücken. Nebeneffekt: die hinter den Zweckgesellschaften stehenden Adressen werden für die Verluste der bisher außerhalb der Bilanz geführten Finanzierungsgesellschaften geradestehen müssen. Der Fonds kommt vor allem Citigroup zu Gute, auf deren Conduits rund ein Viertel des 400 Mrd Dollar schweren SIV-Marktes entfällt. Pikant: Profis wie Alan Greenspan und Warren Buffet verurteilen diesen Schritt als falsch und gefährlich.

## 2.) Kapitalstrom / TIC Daten:

im August kollabierte der für die amerikanische Refinanzierung wichtige globale Kapitalstrom in die USA. Investoren zogen Kapital in Höhe von **gigantischen \$164 Mrd** ab (Privatanleger: \$142 Mrd, davon \$40 Mrd in Aktien; "Offizielle" Investoren wie China, Japan, Taiwan: \$21 Mrd). Nachdem sich die Märket im September erholt haben, wird ein Teil des Stroms wohl umkehren. Die Tabelle verdeutlicht aber auch, wie brisant die Situation bleibt, warum die US-Banken einen Rettungs-Fonds gründen und warum der Dollar ganz oben auf der Agenda des G7-Gipfels rangiert.

Für viele Analysten steht der Dollar kurz vor der Trendwende, da er im Kaufkraftvergleich als unterbewertet gilt und das Export-Defizit endlich schrumpft.

Doch hiezu gibt es nicht nur beim IMF geteilte Ansichten. Der leichte Rückgang beim Export-Defizit sei bestenfalls ein zyklisches Phänomen von kurzer Dauer. Im langfristigen Vergleich verlieren Dollarzunehmend Assets an Attraktivität. Die Tic-Daten warnen, dass die Zins- und Wachstums-Differenz nicht mehr länger ausreicht, um internationale Investoren gebührend für das steigende Risiko zu kompensieren.

TIC page line #	TIC Mthly Reports on Cross-Border Financial Flows (blns \$, NSA)									
	Asset Class	Aug-07	Jul-07	Jun-07	May-07	Apr-07	Mar-07			
30	Net TIC Flows	-163.0	94.3	53.1	116.0	90.8	50.6			
31	Private, net	-141.9	56.0	21.1	118.0	77.4	22.3			
32	Official, net	-21.1	38.4	32.0	-2.0	13.4	28.4			
19	Net LT Securities	-69.3	19.5	99.9	132.4	80.3	59.4			
3	Net Domestic	-34.9	25.0	121.7	170.1	97.7	101.1			
5+10	Treasury	-2.6	-9.4	24.7	22.7	0.5	31.1			
6+11	Agencies	9.6	8.7	39.6	27.0	36.1	15.1			
7+12	Corporates	-1.2	4.5	28.5	78.3	33.6	45.4			
8+13	Equities	40.6	21.2	28.8	42.0	27.5	9.5			
16	Net Foreign	-34.5	-5.5	-21.8	-37.6	-17.3	-41.8			
20	Net Other LT	-16.1	-22.2	-15.4	-15.2	-9.5	-15.4			
22	Net ST Securities	33.9	56.2	-16.0	2.5	-25.0	31.4			
29	Net Bank Liabs	-111.4	40.9	-15.4	-3.6	45.0	-24.7			

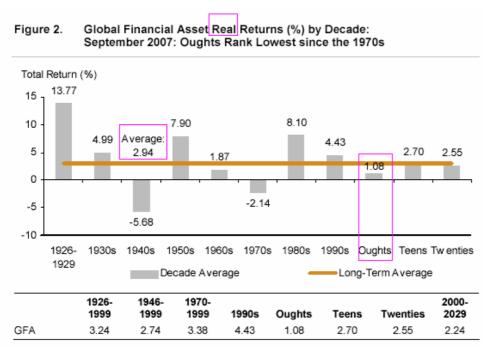
- \* Net LT Securities Purchased = Net Domestic + Net Foreign Securities Sold
- \* Treasuries, Agencies, Corporates, and Equities = private + official
- \* Net Other LT Acquisitions = est. unrecorded princial payments of ABS + est. foreign purchase U.S. swaps U.S. purchase Foreign swaps
- \* Net ST Securities = primarily chg' in banks/brokers custody liabs



Die folgende Grafik (Quelle Lehman) zeigt einen Vergleich der langfristigen Rendite aus Aktien und Anleihen pro Dekade (10-jahres Periode) seit 1920. Gemessen wird die durchschnittliche Rendite aus Aktien und Bonds, der Schnitt liegt bei 6,65%. Das 2. rote Rechteck markiert die aktuelle Dekade im neuen Jahrhundert, in Englisch die "Oughts" oder "Nulljahre". Je nach Szenario liegt die geschätzte Brutto-Rendite bei knapp 3% und liefert damit das seit den 40er Jahren schlechteste Resultat.

Figure 1. Global Financial Asset Returns by Decade: September 2007: Oughts Rank Lowest since the 1940s 1970s - 1990s Average: 11.15% Total Return (%) 18 16.86 16 2000 - 2029 14 12.85 Average: 4.30% 12 10.74 9.37 10 7.43 Average: 6.65 8 6 5.04 Alternate 3.55 4 2.76 Scenarios 2 3.01 0.13 1926-1930s 1940s 1950s 1960s 1970s 1980s 1990s Oughts Teens Twenties 1929 Decade Average Long-Term Average Source: Lehman Brothers

Der Netto-Wert (ex Inflation) erreicht 1,08% (vor Steuern). Diese im historischen Vergleich mickrige Rendite kann nur mit massive gehebelt halbwegs attraktiv werden. Wird dieser Hebel aufgrund einer veränderten Risikoeinschätzung jedoch reduziert, weil das Risiko steigt, dann droht eine längere Durststrecke mit mickrigen Renditen wie die Simulation der nächsten zwei Dekaden zeigt (Korrektur der Vermögenspreise).



Decade total return calculated using geometric mean of decade; 2007 value annualized, estimates for 2008-2029 1926-1989: equal weighted fixed-income and equity total returns; 1990-2007: market value-weighted MSCI and "Multiverse Plus" Index returns.



## DATEN

### **GLOBAL**

- Aktuell: leichte Entspannung am Geldmarkt, die kurzen Zinsen geben nach, die Konjunktur überrascht ihre Kritiker mit guten Daten, Öl steigt auf \$90, Gold auf \$770 und der Dollar fällt auf ein neues Rekordtief;
- Ausblick: Lehman Brothers Research beschreibt die Stimmung mit nüchternen Worten: "Im Grunde sind wir uns über den Ausblick heute weniger sicher, als noch im Frühjahr".

### **USA**

Die Daten vom Immobilienmarkt sind schlicht grauenhaft, doch der mit +3,5% mehr als robuste Konsum liefert den Löwenanteil beim Wachstum und zwingt die Konjunktur-Pessimisten einmal mehr, ihre GDP-Prognosen für das 3. Quartal deutlich anzuheben;

#### **EUROPA**

Deutschland: ZEW-Index besser als erwartet; England: Konsum +6,5%;

# **ASIEN**

- China: Exportüberschuss steigt im September auf \$24Mrd, Dollar-Reserven klettern im 3. Quartal um weitere \$100 Mrd, Geldmenge wächst um 18,5%, Zentralbank erhöht die Mindest-Reserve, insgesamt der 13. Zinsschritt in diesem Jahr;
- Indien beschließt Kapitalverkehrskontrollen zur Abwehr von spekulativem Auslands-Kapital (Währung und Börsenkurse fallen);

### WER

- Obwohl der Ölpreis nach Ansicht von Experten längst überteuert ist, klettert er munter weiter (\$90), entgegen einer Konsens-Prognose die bei \$65 liegt. Die Trefferquote der Voraussagen weist für die Periode 1999-2007 die höchste je gemessene Fehlerquote auf (31%). Hält dieser Prognosefehler an, dann sind für 2008 neue Rekorde angesagt.
- Die Stärke des EURO spielt laut Professor Walter von DB Research auf dem G7-Gipfel keine Rolle. Grund: deutsche Exporteure haben über 2008 hinaus volle Auftragsbücher, Kapazitätsmangel und wenig Zeit für esoterische Währungs-Debatten. Wir erwarten abweichend

vom Professor – eine Überraschung. Die Signale aus Washington, Tokio und Peking deuten auf Konsens hinter den Kulissen und Maßnahmen bezüglich der drohenden Ungleichgewichte.

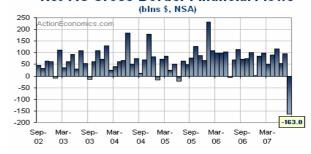
#### **Aktien**

Die Aktienkurse bleiben freundlich, trotz Baukrise und Rekord-Ölpreis. Beachtlich ist, wie der Markt auch die von heftigen Gewinnwarnungen geprägten Quartalsergebnisse verdaut (Ericsson, Citibank, Roche, Phillips, Samsung). Die Spannbreite der negativen Überraschungen stimmt nachdenklich. Von Tech (Ericsson, Samsung) über Transport (Fed-Ex), Bau und Immobilien bis hin zu Stahl (Klöckner -25%), Öl und Banken scheint kaum ein Sektor immun.

#### Zinsen

- China: Zentralbank droht mit verschärfter Restriktion der Geldpolitik, da die bisherigen Maßnahmen wirkungslos verpufft sind und warnt, dass die globale Überschuss-Liquidität ernsthafte Probleme an den Finanz- und Kapitalmärkten verursacht.
- Schweizer Zentralbank warnt, dass die unbegründete Kursschwäche des Franken Zinserhöhungen provozieren wird;
- BoA, JPMorgan und Citibank gründen Rettungs-Fonds für Conduits und SIV's. Die Konstruktion des MLEC (Master Liquidity Enhancement Conduit) erinnert an die zur Rettung der Sparkassen seinerzeit gegründete Auffanggesellschaft "RTC".
- Die TIC-Daten für August zeigen einen Kollaps des Kapitalstroms in die USA. Die Refinanzierung des Finanz-Systems steht auf brüchigem Eis (mehr dazu im Verlauf).

# Net TIC Cross-Border Financial Flows



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



Beim Blick auf die überraschend guten Konjunktur-Daten fragt man sich zu Recht, warum Amerika eigentlich den Leitzins gesenkt hat. Die Euphorie am Aktienmarkt scheint jedoch ähnlich verfehlt, denn die Quartalsergebnisse mancher Firmen verschlagen einem regelrecht die Sprache. Stellvertretend für viele stehen die Beispiele Klöckner, Ericsson oder Citibank, wo die schlechten Ergebnisse völlig ohne Vorwarnung innerhalb der letzten 14. Tage im September eintrafen (massiver Einbruch bei Umsatz, Gewinn und Cash-Flow). Das klingt nur auf den ersten Blick suspekt, denn es findet seine Ursache im überdimensionierten Hebel (Leverage). Scheinbar wird mit einem geringen Teil vom Umsatz mehr als der gesamte Gewinn eingefahren (Ericsson, Klöckner). Das Geschäft ist so stark gehebelt, dass ein marginaler Umsatzrückgang mächtige Löcher in die GuV reißt. Bei der UBS war selbst ein zweistelliger Umsatzanstieg kein Schutz vor Rekord-Verlusten. In den ertragsstärksten Sektoren der Banken hat es derart heftig geknallt, dass der Ausblick gesenkt werden muss. Nachdem bei Citibank alle Bereiche gleichzeitig eingebrochen sind, entpuppt sich das Geschäftsmodell der "Diversifizierung" als gefährlicher Boomerang. Wie tief das Problem geht, zeigen die folgenden Beispiele.

1.) Finanz / Banken: nachdem der Verlust bei Citigroup in nur 2 Wochen seit der Gewinnwarnung am 1. Oktober um weitere \$600 mio auf über \$6,5 Mrd anstieg, holen die großen US-Banken zum Befreiungsschlag aus. Koordiniert vom Finanzminister initiieren Citigroup, Bank of America, JPMorgan einen gigantischen Rettungsfonds, der strukturierten Anlagevehikeln (SIV) Wertpapiere abkauft. Das Super-Conduit namens "M-LEC" soll verhindern, dass die SIV's im großen Stil Wertpapierbestände auf den Markt werfen müssen und damit die Kurse weiter drücken. Nebeneffekt: die hinter den Zweckgesellschaften stehenden Adressen werden für die Verluste der bisher außerhalb der Bilanz geführten Finanzierungsgesellschaften geradestehen müssen. Der Fonds kommt vor allem Citigroup zu Gute, auf deren Conduits rund ein Viertel des 400 Mrd Dollar schweren SIV-Marktes entfällt. Pikant: Profis wie Alan Greenspan und Warren Buffet verurteilen diesen Schritt als falsch und gefährlich.

## 2.) Kapitalstrom / TIC Daten:

im August kollabierte der für die amerikanische Refinanzierung wichtige globale Kapitalstrom in die USA. Investoren zogen Kapital in Höhe von **gigantischen \$164 Mrd** ab (Privatanleger: \$142 Mrd, davon \$40 Mrd in Aktien; "Offizielle" Investoren wie China, Japan, Taiwan: \$21 Mrd). Nachdem sich die Märket im September erholt haben, wird ein Teil des Stroms wohl umkehren. Die Tabelle verdeutlicht aber auch, wie brisant die Situation bleibt, warum die US-Banken einen Rettungs-Fonds gründen und warum der Dollar ganz oben auf der Agenda des G7-Gipfels rangiert.

Für viele Analysten steht der Dollar kurz vor der Trendwende, da er im Kaufkraftvergleich als unterbewertet gilt und das Export-Defizit endlich schrumpft.

Doch hiezu gibt es nicht nur beim IMF geteilte Ansichten. Der leichte Rückgang beim Export-Defizit sei bestenfalls ein zyklisches Phänomen von kurzer Dauer. Im langfristigen Vergleich verlieren Dollarzunehmend Assets an Attraktivität. Die Tic-Daten warnen, dass die Zins- und Wachstums-Differenz nicht mehr länger ausreicht, um internationale Investoren gebührend für das steigende Risiko zu kompensieren.

TIC page line #	TIC Mthly Reports on Cross-Border Financial Flows (blns \$, NSA)									
	Asset Class	Aug-07	Jul-07	Jun-07	May-07	Apr-07	Mar-07			
30	Net TIC Flows	-163.0	94.3	53.1	116.0	90.8	50.6			
31	Private, net	-141.9	56.0	21.1	118.0	77.4	22.3			
32	Official, net	-21.1	38.4	32.0	-2.0	13.4	28.4			
19	Net LT Securities	-69.3	19.5	99.9	132.4	80.3	59.4			
3	Net Domestic	-34.9	25.0	121.7	170.1	97.7	101.1			
5+10	Treasury	-2.6	-9.4	24.7	22.7	0.5	31.1			
6+11	Agencies	9.6	8.7	39.6	27.0	36.1	15.1			
7+12	Corporates	-1.2	4.5	28.5	78.3	33.6	45.4			
8+13	Equities	40.6	21.2	28.8	42.0	27.5	9.5			
16	Net Foreign	-34.5	-5.5	-21.8	-37.6	-17.3	-41.8			
20	Net Other LT	-16.1	-22.2	-15.4	-15.2	-9.5	-15.4			
22	Net ST Securities	33.9	56.2	-16.0	2.5	-25.0	31.4			
29	Net Bank Liabs	-111.4	40.9	-15.4	-3.6	45.0	-24.7			

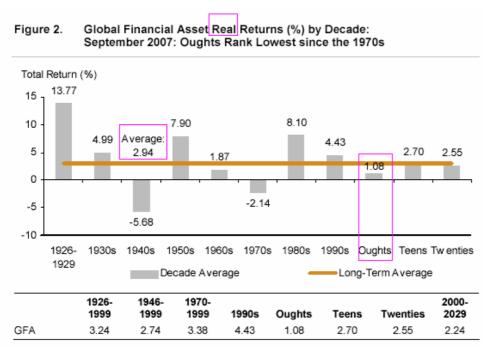
- \* Net LT Securities Purchased = Net Domestic + Net Foreign Securities Sold
- \* Treasuries, Agencies, Corporates, and Equities = private + official
- \* Net Other LT Acquisitions = est. unrecorded princial payments of ABS + est. foreign purchase U.S. swaps U.S. purchase Foreign swaps
- \* Net ST Securities = primarily chg' in banks/brokers custody liabs



Die folgende Grafik (Quelle Lehman) zeigt einen Vergleich der langfristigen Rendite aus Aktien und Anleihen pro Dekade (10-jahres Periode) seit 1920. Gemessen wird die durchschnittliche Rendite aus Aktien und Bonds, der Schnitt liegt bei 6,65%. Das 2. rote Rechteck markiert die aktuelle Dekade im neuen Jahrhundert, in Englisch die "Oughts" oder "Nulljahre". Je nach Szenario liegt die geschätzte Brutto-Rendite bei knapp 3% und liefert damit das seit den 40er Jahren schlechteste Resultat.

Figure 1. Global Financial Asset Returns by Decade: September 2007: Oughts Rank Lowest since the 1940s 1970s - 1990s Average: 11.15% Total Return (%) 18 16.86 16 2000 - 2029 14 12.85 Average: 4.30% 12 10.74 9.37 10 7.43 Average: 6.65 8 6 5.04 Alternate 3.55 4 2.76 Scenarios 2 3.01 0.13 1926-1930s 1940s 1950s 1960s 1970s 1980s 1990s Oughts Teens Twenties 1929 Decade Average Long-Term Average Source: Lehman Brothers

Der Netto-Wert (ex Inflation) erreicht 1,08% (vor Steuern). Diese im historischen Vergleich mickrige Rendite kann nur mit massive gehebelt halbwegs attraktiv werden. Wird dieser Hebel aufgrund einer veränderten Risikoeinschätzung jedoch reduziert, weil das Risiko steigt, dann droht eine längere Durststrecke mit mickrigen Renditen wie die Simulation der nächsten zwei Dekaden zeigt (Korrektur der Vermögenspreise).



Decade total return calculated using geometric mean of decade; 2007 value annualized, estimates for 2008-2029 1926-1989: equal weighted fixed-income and equity total returns; 1990-2007: market value-weighted MSCI and "Multiverse Plus" Index returns.