

FED NEU: 'Risk Regulator' oder 'Risk Creator'?

Viel wurde in US Medien über die Super-Behörde 'FED NEU' und ihr Kompetenz-Upgrade im Zuge der Finanzmarkt Re-Regulierung debattiert. Here my five cents:

Seit Ausbruch der Krise entwickelte sich die Fed zu einem off-budget, off-balance-sheet SIV des US Finanzministeriums. Nach den Plänen der US Regierung soll nun die Fed zum [Systemic Risk Regulator](#) ausgebaut werden.

Die beiden US Abgeordneten Häuser laufen dagegen Sturm, weil eine Aufwertung ohne ergänzende Kontrollmechanismen gegen die US Verfassung verstoßen würde – so deren Meinung. Der umtriebige Kongressabgeordnete Ron Paul (Rep./Texas) [brachte Anfang Juli eine Resolution ein](#), mit der dem Government Accountability Office (GAO) das Recht zugestanden werden soll, sämtliche (auch neuen) Belange der Fed kontrollieren zu dürfen – inklusive Monetary Policy. 60% aller Abgeordneten des Repräsentantenhauses unterzeichneten die Resolution, davon 1/3 Demokraten. Nun ist die Wahrscheinlichkeit gering, dass die Resolution als Gesetz umgesetzt werden wird, doch zeigt sie, wie reserviert die gewählten Volksvertreter einer Stärkung der Behörde gegenüberstehen. Zudem fällt die Neu-Ausrichtung der Fed, als Teil der US Finanzmarkt-Reform, mit der hoch-politischen Bestellung des neuen Fed Präsidenten zusammen. Larry Summers, überraschenderweise nicht als Finanzminister bestellt, sondern 'lediglich' oberster ökonomischer Berater von Obama, [sollen Ambitionen nachgesagt werden](#). Ben Bernanke stand auch diese Woche in den Hearings offen in der Kritik. Die öffentlichen „Grill-Bernanke-Shows“ hinterlassen erste Spuren. Im Financial Service Committee Hearing am Dienstag wirkte er dünnhäutig und blockte selbst bei offensichtlichen Nonsense Fragen a la Grayson (Clip), die er ohne Aufwand hätte beantworten können. Ich persönlich halte seine Vorgehensweise im Krisenverlauf bisher für adäquat. Er konnte den Meltdown unter Einsatz von unorthodoxen Mitteln und Manövern verhindern und ist für mich auch die geeignete Person, wenn es darum geht, die nun beginnende Phase der De-Eskalation zu steuern.



Sehenswerte Reportage, wie tief die Bedenken der Abgeordneten verwurzelt sind.



Bei der Frage nach der Neuausrichtung der Fed geht nicht darum, wie abhängig oder unabhängig sie sein soll. Wie im Kommentar vom 17.06. ausgeführt, ist die Fed ohnehin nicht unabhängig, sondern im ständigen Einflussbereich von US Government und den US Großbanken. Ein Paper von Lawrence Summers ([Central Bank Independence](#), 1993) legt klar, dass „unabhängige“ Zentralbanken tendenziell zu Gunsten der Banken entscheiden. *What a surprise*. Selbst eine [relativ abhängige Zentralbank wie jene von Neuseeland](#) - Zentralbank Präsident kann von der Regierung gefeuert werden, wenn er seine Vorgaben nicht erreicht - darf auf eine erfolgreiche Rolle in der ökonomischen Entwicklung der Volkswirtschaft zurückblicken. Somit kämpfen die US Abgeordneten im Grunde darum, Ihren Einflussbereich auf die Fed in einer für sie akzeptablen Balance zu halten.

Die Fed hatte eine prominente Rolle im Krisenvorfeld und trug erheblich zur Verschärfung der Liquiditäts- und Kreditblasen bei. Ihr nun dafür eine auflagenfreie Aufwertung zu Teil werden zu lassen, wäre eine Belohnung von Fehlverhalten. Die „Quantitative Easing“ Aktivitäten müssen zur uneingeschränkten Kontrolle freigegeben werden. Bis dato muss die Fed nichtmals mark-to-market bilanzieren und kann bei einem [Eigenkapital von ca USD 40 Mrd eine Bilanzsumme von mehr als USD 2 Billionen halten](#). Ich würde die Monetary Policy weiterhin frei von formal-politischer Kontrolle halten. Eine weltweit bewährte Praxis. Zudem muss durch die neu gewonnene Balance zwischen Politik & Banken ausgeschlossen werden, dass die Fed als Beschützer der TBTF Banken und Unternehmen (a la GE) auftritt. Denn der durch die gegenwärtige Marktberreinigung beschleunigte Konzentrationsprozess würde ohne Gegensteuerung noch stärker in Richtung „Corporate State“ führen. Deshalb müssen sämtliche Non-Geldmarkt-Politik-Bereiche uneingeschränkt für die GAO kontrollierbar sein. Meine Hoffnungen ruhen auf [moderaten, erfahrenen Kräften wie Barney Franks, die während der Hearings klar zeigten](#), dass sie auf Seiten der Wähler stehen, die Dimensionen und Zusammenhänge der Situation erfassen können und gewillt sind, wenn auch durch das Permanent-Lobbying der Banken erschwerten Schritte im Zuge der Re-Regulierung zu setzen.

FED's Exit Strategie

Nachstehend ein Auszug des Financial Service Committee Hearings am Dienstag ([The Fed's Exit Strategy](#)):

*First, **the Federal Reserve could drain bank reserves and reduce the excess liquidity at other institutions by arranging large-scale reverse repurchase agreements with financial market participants, including banks, government-sponsored enterprises and other institutions.** Reverse repurchase agreements involve the sale by the Fed of securities from its portfolio with an agreement to buy the securities back at a slightly higher price at a later date.*

*Second, **the Treasury could sell bills and deposit the proceeds with the Federal Reserve.** When purchasers pay for the securities, the Treasury's account at the Federal Reserve rises and reserve balances decline.*

The Treasury has been conducting such operations since last fall under its Supplementary Financing Program. Although the Treasury's operations are helpful, to protect the independence of monetary policy, we must take care to ensure that we can achieve our policy objectives without reliance on the Treasury.

*Third, using the authority Congress gave us to pay interest on banks' balances at the Fed, **we can offer term deposits to banks—analogueous to the certificates of deposit that banks offer their customers.** Bank funds held in term deposits at the Fed would not be available for the federal funds market.*

*Fourth, **if necessary, the Fed could reduce reserves by selling a portion of its holdings of long-term securities into the open market.***

Each of these policies would help to raise short-term interest rates and limit the growth of broad measures of money and credit, thereby tightening monetary policy.

Die bisher von Seiten der Fed - Bernanke und anderer Repräsentanten – vorgestellten Wege aus der Expansionspolitik der Behörde (siehe Hearing-Auszug) weisen keine Überraschungen auf.

1. Markt und Academia stimmen zu, dass die expansive Geldmarktpolitik richtig war und ist.
2. Gleiche Übereinstimmung gibt es darüber, dass die Fed zu einem bestimmten Zeitpunkt ihr Exposure zurückfahren wird müssen.
3. Niemand weiß, wann dieser Zeitpunkt gekommen sein wird.
4. Übereinstimmung gibt es, dass das Zurückfahren schwieriger als in früheren Krisen sein wird, weil Geschwindigkeit und Volumen der Intervention bisher unbekannt waren.
5. [Auch sind die verfügbaren Tools der Fed bekannt](#)
6. Niemand kann sagen, ob der Einsatz der Tools erfolgreich sein wird, weil Academia zu wenige Datenpunkte als Vergleich zur Verfügung stehen.

[Die Fed selbst geht davon aus](#), dass die Tools erst in ein paar Jahren zum Einsatz kommen werden.

Relevant sind meiner Meinung nach nicht die 6 weitgehend bekannten Punkte, **sondern der Wille der Fed, tätig werden zu wollen**, wenn der Zeitpunkt gekommen ist. Fällt die eingangs beschriebene, neue Balance zu politiklastig aus, könnte die US Regierung dazu verleitet sein, die Zügel zur Eindämmung der Inflation schleifen zu lassen und die Bevölkerung mit einer indirekten Steuer zu belasten, um den eigenen Haushalt in den Griff zu bekommen.

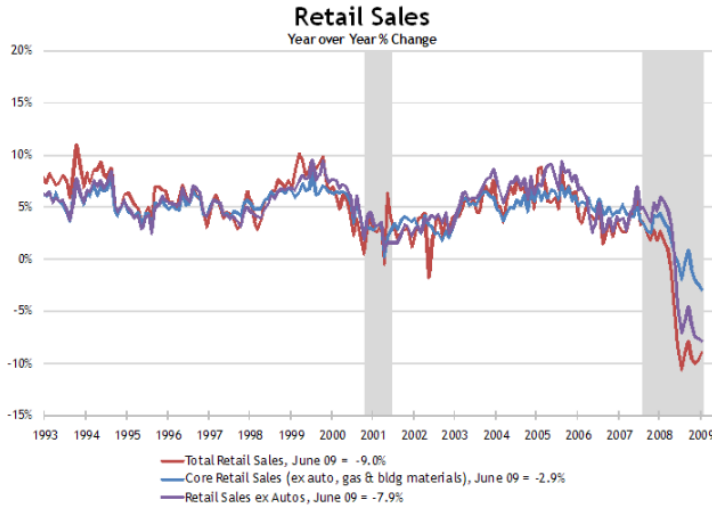
Zusammengefasst: nicht das WIE steht in Frage, sondern das OB!

Economic Outlook

Die von mir beschriebene W-Form des Rezessionsverlaufes kommt in Mode. [Neben Roubini](#) hält sie nun ein weiteres Schwergewicht, Martin Feldstein, für wahrscheinlich ([Harvard's Feldstein Sees Risk of 'Double-Dip' Recession in U.S.](#)):

“There is a real danger this is going to be a double dip and that after six months or so we'll have some more bad news. We could slide down again in the fourth quarter.”

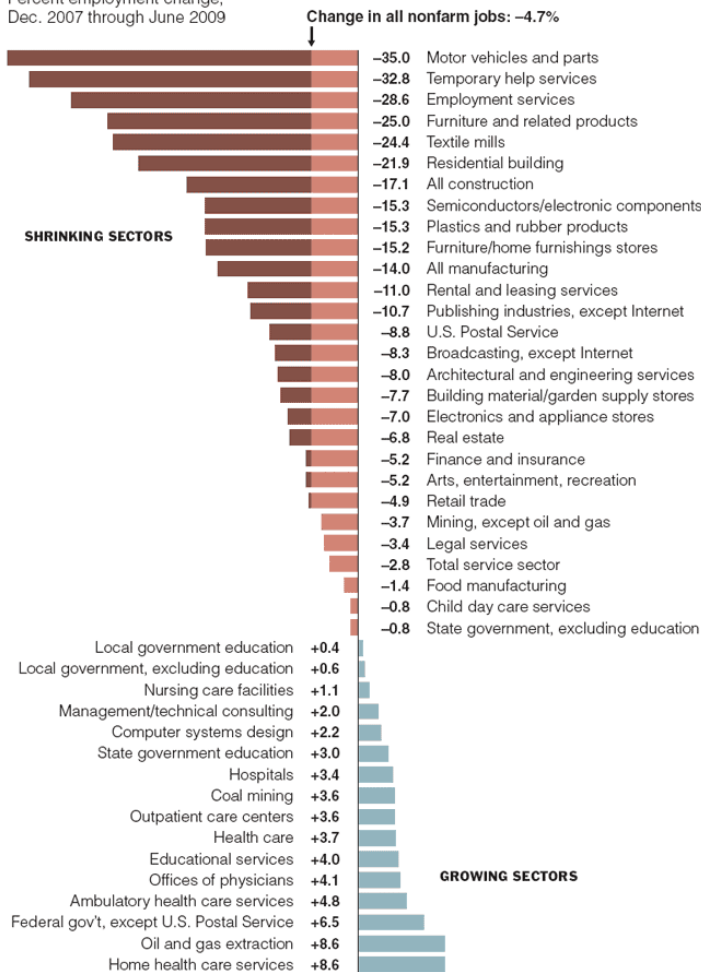
Sehen wir uns die aktuelle Situation graphisch aufbereitet an.



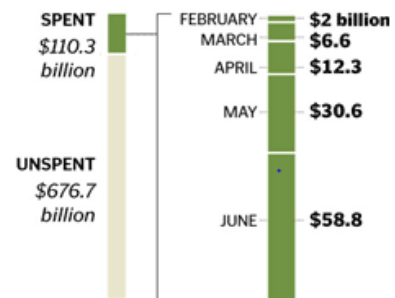
Die Freude über steigende Retail Sales ist verfrüht. Zwar stiegen die Total RS im Juni leicht an, doch war die (marginale) Erholung auf die Einführung der US Abwrackprämie zurückzuführen. Die Sales ex Auto sind weiter am Sinken. Wir wissen aus Deutschland, dass die Prämie auf Neuwagen zwar als Impuls wirkt, doch zugleich auch falsche Anreize setzt. Automobilproduzenten bieten noch nicht in ausreichendem Maße „Green Cars“ an. In gesteigerter Form trifft dies auf die US Prämie zu, die eine „Buy America“ Klausel besitzt und deshalb veraltete „Spritschluck-Technologien“ bevorzugt.

Jobs Lost and Gained During the Recession

Percent employment change, Dec. 2007 through June 2009



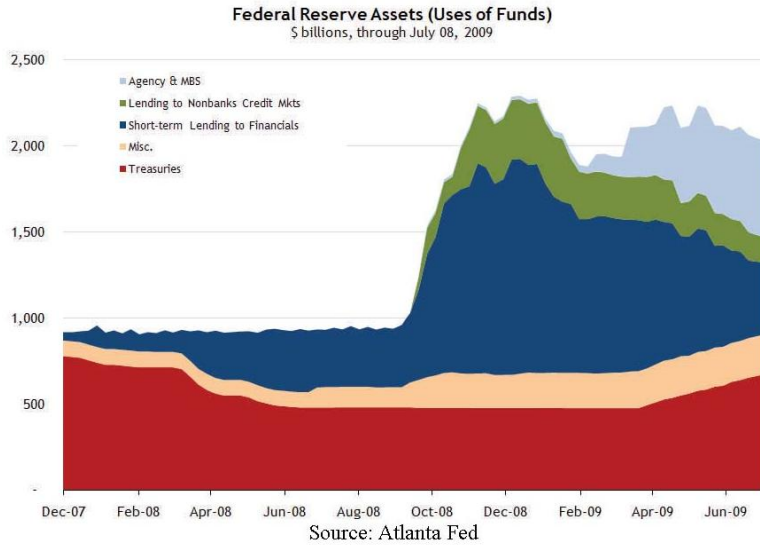
Bei näherer Betrachtung der neu geschaffenen Jobs in den USA seit Rezessionsbeginn fällt auf, dass speziell der staatliche und semi-staatliche Bereich die größten Zuwächse verzeichnet. Tendenz ist verständlich, aber auch bedenklich. Behörden können umgehend neue Positionen schaffen, wo hingegen Unternehmen Neu-einstellungen wirtschaftlich rechtfertigen müssen. Diese Form der Wirtschaftspolitik würde man eher von sozialen Marktwirtschaften erwarten. Well, vielleicht bewegt sich die USA eben zu diesem Mittelwert an Liberalismus und Sozialismus. Der USD 787 Mrd Stimulus beginnt erst in der zweiten Jahreshälfte 2009 zu wirken und konnte bisher kaum beschäftigungswirksam eingreifen. Bis dato wurden kaum Gelder aus diesem Paket ausbezahlt (siehe unten).



Source: [Washington Post](#)

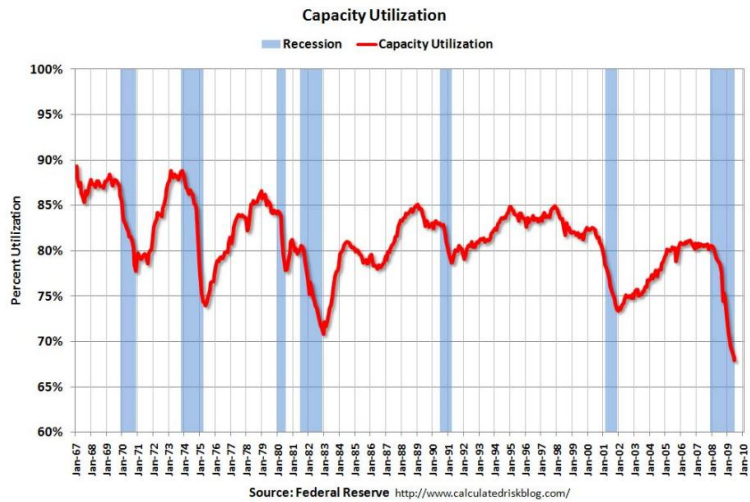
Source: Bureau of Labor Statistics

THE NEW YORK TIMES

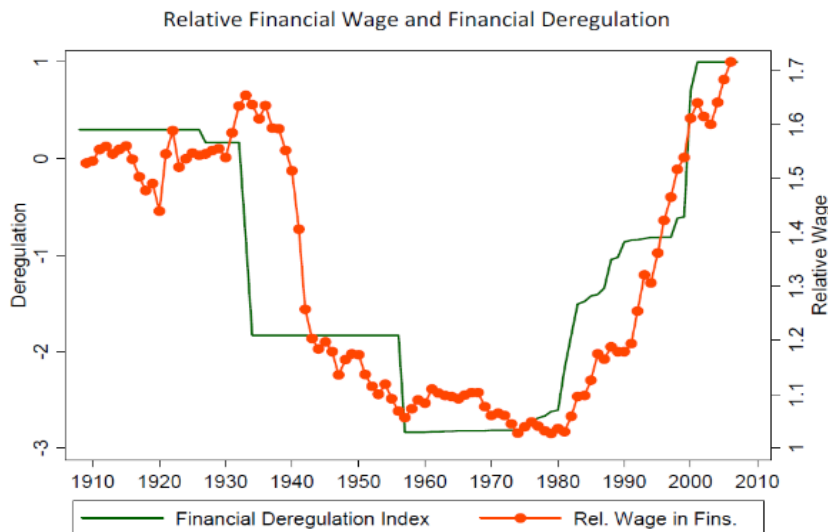


Die Fed Bilanz pendelt seit November 2008 um die USD 2 Billionen. Mit Besorgnis ist festzustellen, dass der Anteil an Treasuries seit März kontinuierlich zunimmt. Ein Zeichen, dass die US Regierung ihre Emissionen nicht vollständig am Markt platzieren kann. Ich erinnere an die beschriebene Finanzierungslücke in meinem letzten Kommentar.

Die Industrieproduktion befindet sich auch im Juni weiter auf Talfahrt. Zwar bremste sich der Rückgang auf 0,4% MoM ein, doch bleibt ein Rückgang für das 2. Quartal 2009 von 11,6% als Ausrufezeichen stehen. Die Kapazitätsauslastung sank auf 68%, der niedrigste Wert seit Aufzeichnungsbeginn im Jahre 1967.



Zum Abschluss des visualisierten Rundganges, ein Schmankerl für alle Regulierungsbefürworter. In einem früheren Kommentar wies ich auf die Studie von Paul Krugman hin, in der er die Systemstabilität des Finanzmarktes mit der Wirksamkeit von Regulierungsmaßnahmen in positive Korrelation setzt. [Die NYT ergänzt nun seine Aussage](#), indem sie die elegant hohe Korrelation zwischen Regulierungsausmaß und Finanzmarktgehältern aufzeigt. Sobald De-Regulierung einsetzte, stiegen nicht nur die Bankbilanz-Hebel, sondern auch die Kompensations-Pakete der Mitarbeiter. Sollte nun noch jemand gegen die Einführung eines „langweiligen“ Utility Services der Banken votieren wollen, sei ihm dieser Chart gezeigt.



USD 23 Billionen Bailout

Am Montag lief eine Nachricht über den Ticker, dass die [gesamten Bailout Kosten in den USA unvorstellbare USD 23 Billionen betragen würden](#). Im Vergleich: das GDP der USA betrug 2008 [USD 14,29 Billionen](#) (est). Vorsicht ist geboten, denn Bloomberg gingen hier die Nerven durch. Der astronomische Betrag entspricht nicht den Kosten sondern dem aggregierten Volumen an Garantien, Krediten und Entschädigungen aller (potentieller) Bailouts.

[Im Detail von der NYT entschärft](#). Annahmen zur Kalkulation:

- Summe inkludiert sämtliche Schätzungen der Maximalkosten von bereits gestarteten, geplanten und bereits wieder [verworfenen \(ie PPIP\)](#) US Programmen.
- Sämtliche Hypothekenkredite von Fannie Mae und Freddie Mac gingen 'default' und sämtliche Häuser verfallen wertlos.
- Alle US Banken gehen bankrott und müssen all ihre Assets auf Null abschreiben.
- Alle Assets von Money Market funds, inclusive Treasury bills, würden wertlos.
- Alle von der Fed gehaltenen Treasuries müssten gänzlich abgeschrieben werden.
- Jeder von der Regierung in Banken investierte Dollar würde auf Null abgeschrieben.

Ich bin kein Fan von apokalyptischen Reitern und schätze dieses Szenario als extrem unwahrscheinlich ein.

China weiter auf Einkaufstour

China's Petroleum Unternehmen kaufen sich für USD 1,3 Mrd in ein Angolanisches Ölfeld ein. [China's CNOOC and Sinopec Pay \\$1.3 Billion for Angola Oil](#). Zudem gab am Dienstag der [Chinesische Staatspräsident Wen Jiabao erstmals öffentlich bekannt](#) (FT), die Fremdwährungsreserven vermehrt in internationale Investments veranlagen zu wollen. So verlockend die USD 2132 Mrd an Reserven auch klingen, die wirtschaftliche Erholung könnte auch in China auf Sand, respektive Stimuli gebaut sein. Wie im Kommentar vom 08.07. ausgeführt, steht Indien auf stabileren Beinen. Weshalb?

New lending in the January-May period totaled 5.84 trillion yuan, 3.72 trillion yuan more than during the same period last year. That's an unprecedented pace for new loans, as lending levels never even reached 5 trillion yuan for an entire year between 2001 and '08.

[\(Risks Emerge as Bank Loans Hit Overdrive | Caijing\)](#)

Durch [erleichterten Kreditzugang will die Regierung die Inlandsnachfrage stimulieren](#). Doch führt dieser Ansatz zu zwei Problemen. Zum Einen schafft (nun kreditfinanzierter) Kapazitätsausbau weitere Überkapazitäten, zum Anderen gibt es nicht ausreichend Investitionsobjekte im Inland, um Investitionskapital kurzfristig in Infrastruktur umsetzen zu können. Als Ausweichdestinationen gelten Häfen wie der Aktienmarkt und Immobilien. Die Indexverdoppelung des FTSE Xinhua200 (Chart) seit Ende 2008 kann auf Überschussliquidität zurückgeführt werden (SIDENOTE: ähnliches sehen wir nun an den Westbörsen, seitdem US Treasuries die Unverwundbarkeit abgesprochen wird). [Weiteres Indiz für die Ausweich-These lieferte die Chinesische Regierung Anfang Juli](#). Ihr gelang es in zwei Auktionen nicht, das gewünschte Volumen an Staatsanleihen zu platzieren, weil Investoren inflationsgeschützte Bereiche bevorzugen. Die damit entstehende Asset Price Inflation [wird wohl Zinserhöhungen rascher zur Folge haben müssen](#) als der Chinesischen Wirtschaft dienlich. Unter diesem Gesichtspunkt ist die folkloristische Präsentation der Q2 [GDP Zahlen von 7,9%](#) mit Vorsicht zu genießen.



Dilemma: Die Welt würde China's Impuls für die Weltwirtschaft dringend benötigen, doch wartet China selbst auf eben diesen, um die Exporte stabilisieren zu können. Die gestern über den Ticker gelaufene Meldung des Chinesischen Handelsministers Chen Deming am Rande der APEC - ["Wenn sich die globale Wirtschaftslage aufhellt, dürften die Exportrückgänge abnehmen."](#) – drückt eben dieses Dilemma aus.

Kein Bankenkommentar

Heute kein Update zu den Banken, weil ausführlich in früheren Kommentaren beleuchtet. Trotz der strahlenden Quartalszahlen hat sich an der fundamentalen Situation nichts geändert. *Obwohl, ein hint sei mir erlaubt.* In seiner letzten Schätzung Ende April ging der IMF von [weltweit aggregierten Wertverlusten in Banken idH von USD 4,1 Billionen](#) aus. [Laut Bloomberg betragen die kumulierten Verluste und Writeoffs](#) mit Stichtag 20.07.2009 'moderate' USD 1,5 Billionen. Selbst bei bevorzugter Behandlung von Banken [durch aufgeweichte Accounting Standards](#), einer massiven Marktberreinigung an Wettbewerbern und vielen anderen Vergünstigungen, schätzen unsere Freunde von Moody's, dass die getroffenen Vorkehrungen von speziell US Banken für die anstehenden Wellen an Bilanzberichtigungen bedeutend zu niedrig angesetzt sind ([Banks Fail to Make Adequate Loan-Loss Provisions](#)). Moody's erwartet bis Ende 2010 alleine für US Banken weitere Korrekturbedarfe von USD 470 Mrd. Bank of America, einer der größten Banken der USA, ließ die Rückstellungen für Kreditausfälle von Q1/09 auf Q2/09 unverändert bei beruhigenden [USD 13,4 Mrd ...](#)

Wir werden wohl um weitere temporäre Verstaatlichungsschritte und [mandatory debt-to-equity conversions](#) nicht umhin kommen.