

Herbstblüten

Das Sommerloch neigt sich dem Ende zu. Die ersten Anzeichen eines heißen Herbstes werden sichtbar. G20 in Pittsburgh, China sticht seine bubbles an, Obama kämpft um seine Gesundheitsreform.

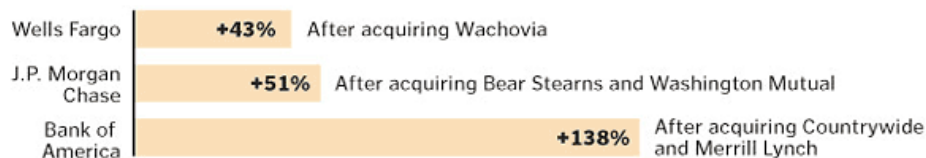
Der Markt scheint nun die Fragilität seines Optimismus zu erkennen. Der von Optimisten oft strapazierte Aufschwung in China wird nun seitens der chinesischen Regierung auf ein realistischeres Maß zurückgeführt. Die Partei [bekennt sich weiterhin zu pro-aktiven Stimuli](#), erkannte aber auch, dass ihre [Marktaktivitäten zu Blasen bei Aktien und Immobilien](#) führte.

Ende August wurde von der FDIC (jener US Regierungsstelle, die für die Abwicklung von Banken (ex Großbanken) zuständig ist) eine Liste von Problemfällen in ihrem [Quarterly Banking Profile](#) publiziert. Gezählt wurden 416 Problemfälle mit aggregierten Bilanzsummen von USD 299,8 Mrd.. Im Vergleich dazu waren im Q1 Report 305 Banken mit USD 220 Mrd und in Q4/08 252 Banken mit USD 159,4 Mrd als Problemfälle verzeichnet. Eine deutlich steigende Tendenz ist zu erkennen. Es werden nicht alle Problemfälle abgewickelt werden müssen – [Meredith Whitney rechnet mit 300 Bankabwicklungen](#) zusätzlich zu 109 seit Krisenbeginn/ [Wilbur Ross mit +500 bis Ende 2010](#). Auch nehmen sich die USD 299,8 Mrd Bilanzsumme im Vergleich zu den [USD 9,3 Bln aller 8106 US Banken \(Stichtag 30.06.2009\)](#) moderat aus, jedoch ist zu berücksichtigen, dass die FDIC bisher sehr langsam damit war, Banken auf die Liste zu setzen – eine [größere Anzahl der abgewickelten Banken war niemals auf der Liste](#). Zudem wurde den Banken (wie bereits mehrfach ausgeführt) eine Vielzahl an Ausnahmeregelungen in der Bilanzierung zugestanden, sodass der Substanzgehalt der Bilanzen zu hinterfragen ist. Ich nehme mir mit, dass trotz aller Zugeständnisse an Banken die Zahl an Problemfällen stark ansteigend ist. Nicht verwunderlich, wenn strukturelle Defizite durch artifizielle windfall profits überdeckt werden. Ironisch mutet an, wenn Timothy Geithner noch im Herbst '08 meinte:

“The dominant public policy imperative motivating reform is to address the moral hazard risk created by what we did, what we had to do in the crisis to save the economy.”

Dem gegenüber steht das tatsächliche Ergebnis der Regierungsintervention. Wie in einem [WP Artikel von David Cho vergangenen Freitag dargestellt](#), wurden die „too big to fail“ Banken in der Zwischenzeit noch größer (siehe Chart) – der Marktberreinigung sei Dank. Guter Wille und gute Umsetzung sind zu unterscheiden.

PERCENTAGE GROWTH OF COMBINED ASSETS, from June 2007 to March 2009



Ironie Teil II, wenn in den Medien nun gepriesen wird, dass die US Regierung auf das eingesetzte Bailout Kapital eine ansprechende Rendite erzielte (As Banks Repay Bailout Money, U.S. Sees a Profit - [NY Times](#) / Fed makes \$14bn profit on crisis loans - [FT, Aug. 31](#)).

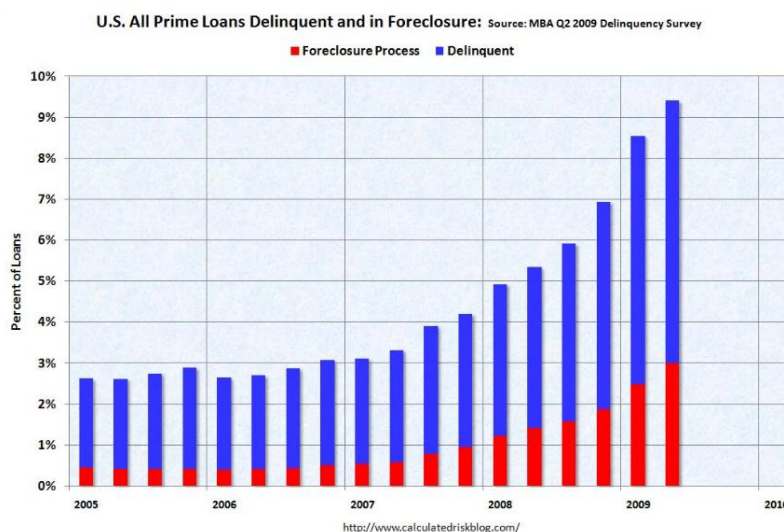
Das Video rechts zeigt zu Recht auf, dass im Moment nicht gesagt werden kann, ob zB die USD 173 Mrd an AIG Bailout Money jemals zurückbezahlt werden können, zumal [glorreiche Helden wie Goldman via AIG Bailout mit Milliarden bedient wurden](#) und das Geld somit von AIG



nicht als working capital eingesetzt werden kann. Die zur Stunde lukrierten USD 14 Mrd an Profits nehmen sich dagegen bescheiden aus. Die lancierten Artikel klingen nach 'Spin Doktoren Heißluft'.

Chairman Ben S. Bernanke hielt am 21. August eine [hier lesenswerte](#) Rede zum Thema „Reflections on a Year of Crisis“. Darin spricht er sich für eine enge Zusammenarbeit zwischen 'Basel Committee on Banking Supervision' und US bank regulatory agencies aus. Zudem wirbt er für die Rolle der Fed als Systemic Risk Regulator. Er nimmt in dieser Rede mehr die Position eines Politikers ein, der für seine Themen wahlkämpft, als jene des Notenbankpräsidenten. Es wird Zeit, dass sich die Welt darüber verständigt, wie die Finanzmarktreform aussehen und umgesetzt werden soll, bevor das 'window of opportunity' vollends geschlossen ist. Das den G20 Gipfel vorbereitende Finanzministertreffen am Wochenende kann als 'ergebnislos' verbucht werden. Mehr zu schlafwandelnden Politikern und lernresistenten Bankern im nächsten Kommentar.

US Konsumenten Update



Der Druck auf den US Konsumenten steigt weiter an. Wie zuletzt ausgeführt, gehe ich davon aus, dass die W recovery durch ein Abfallen des weltweiten Konsums ausgelöst wird. [MBA geht davon aus, dass US Foreclosures erst Ende 2010 ihr Hoch](#) erreicht haben werden.

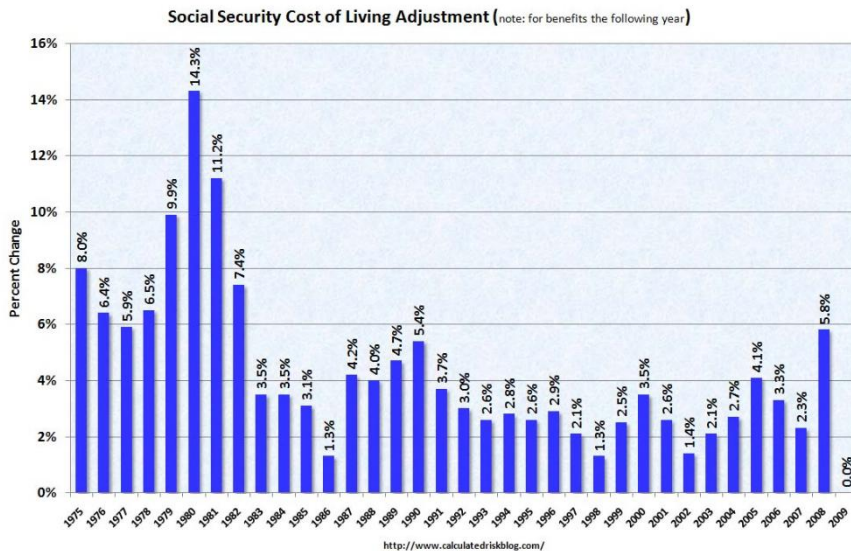
Parallel dazu steigen die Privatkonkurse in den USA signifikant an. Im August lagen die [Consumer Bankruptcy Filings +24% über jenen des Vorjahreszeitraums](#).

Bis Ende August summierten sich die Anträge auf 928.000. Bis Ende des Jahres werden American Bankruptcy Institute 1,4 Mio Anträge erwartet. Auch die Ende vergangener Woche erschienenen [FOMC Minutes](#) bestätigt den großen Druck auf die US Konsumenten:

*Consumer spending had been on the soft side lately. The new estimates of real disposable income that were reported in the comprehensive revision to the national income and product accounts showed a noticeably slower increase in 2008 and the first half of 2009 than previously thought. By themselves, the revised income estimates would imply a lower forecast of consumer spending in coming quarters. But this **negative influence on aggregate demand was roughly offset by other factors, including higher household net worth as a result of the rise in equity prices since March, lower corporate bond rates and spreads, a lower dollar, and a stronger forecast for foreign economic activity.***

Der Konsum aus Haushaltseinkommen konnte also nur durch einen nicht substanz-basierten Anstieg der Aktienmärkte und gestützte Bondmärkte stabil gehalten werden. Diese nicht nachhaltigen Faktoren subtrahiert und der US Konsument verliert sein Vertrauen in den Aufschwung. Die Konsumenten in Europa fühlen sich nicht bedeutend wohler, wie die Mitte der Woche [publizierten Zahlen zum „Retail Trade“ im Euroraum](#) zeigen.

Das von mir in meinem letzten Kommentar erwartete Driften hin zum Schutz des Kreditratings statt der Sicherung des Sozialsystems nimmt erste Formen an. In den USA werden die Sozialausgaben für 2010



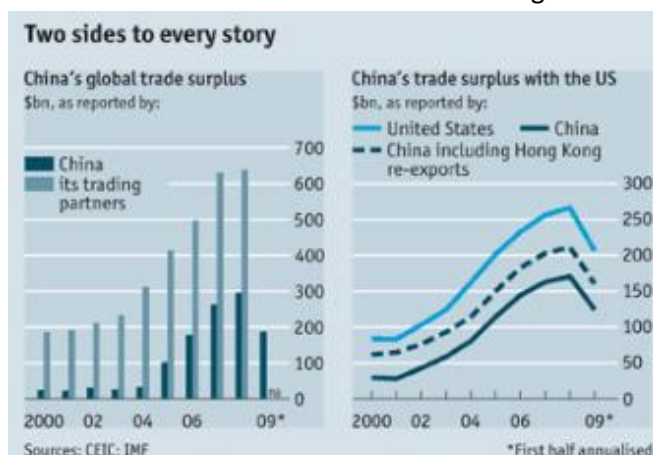
eingefroren und nicht der Inflation/ dem Anstieg der Lebenserhaltungskosten angepasst. Der Chart zeigt die Adjustment Entscheidung für das kommende Jahr in der Gegenwart an – dh 2009 wurde für 2010 eine Nullrunde festgelegt. [Für 2011 wird von einer unterdurchschnittlichen Erhöhung ausgegangen](#). Auf Nettobasis ist also auch für 2011 zu erwarten, dass die Sicherungssysteme relativ zum GDP reduziert werden.

China Update

Wie oftmals in meinen Kommentaren beschrieben, ist China's Volkswirtschaft einer dynamischen Veränderung unterworfen. Dieser Permanentstress sozialer Veränderung ist nicht erst gegeben, seitdem der Westen die „Wachstumsstory China“ entdeckte. [Seit dem Beginn der Kulturrevolution im Jahr 1966 wurden alleine im Bildungsbereich massive Veränderungen bewirkt](#). Der verlinkte Artikel zeigt, wie signifikant die Reformen transformierten. So waren zum Beispiel vor 1949 80 % der Bevölkerung Analphabeten. UNICEF bestätigte in einer von 2000-2007 laufenden Studie eine Alphabetisierungsrate von 99% bei chinesischen Jugendlichen. Bis 2010 wird das Bildungssystem den OECD Standards entsprechen. Ein bildungspolitischer Kraftakt.

Nebensatz: in Österreich stellt bereits ein Problem dar, verzapfte Bildungsziele und –strukturen aus der Zeit Maria Theresia's zu reformieren. Et tu felix Austria nubere ...

Die dynamische Entwicklung der chinesischen Wirtschaft können wir an den täglichen Schlagzeilen ablesen. Bei allem Respekt vor der Anstrengung und Leistung der Chinesen, sollte Augenmaß in deren weltwirtschaftlicher Relevanz gewahrt bleiben. So ist zum Beispiel eine konkrete Markteinschätzung zu China dank der kreativen Zählweise chinesischer Behörden schwierig zu bewerkstelligen. Ein gutes Beispiel lieferten die aktuellen Zahlen zur Handelsbilanz. Im ersten Halbjahr 2009 reduzierte sich der Handelsbilanz-überschuss um 1/3 auf USD 130 Mrd. Dragonomics geht von einem Rückgang des Überschusses zum GDP von 11% (2007) auf 5% im Jahr 2009 aus. [China scheint also seinen Beitrag zu den Imbalances zu leisten](#). Scheinbar. Denn ein Vergleich der Import/Export Zahlen mit seinen Handelspartnern – die sich gegengleich decken sollten – zeigt signifikante Abweichungen. China erzielte im Handel mit den USA laut chinesischen Angaben einen Überschuss von USD 63 Mrd. Washington

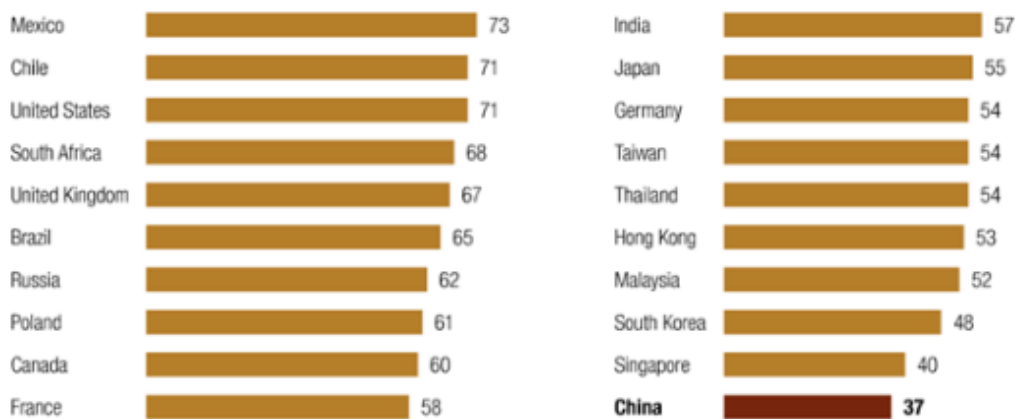


folgend, weist die USA ein Handelsbilanzdefizit mit China im gleichen Zeitraum von USD 103 Mrd. aus. Die Differenz wird nur zu Teilen damit erklärt, dass viele Produkte via Hong Kong reimportiert/-exportiert werden. Doch selbst bei Berücksichtigung des Umweges ist nur ca. die Hälfte der Differenz erklärt (siehe rechter Linien-Chart). Erklärung? China ist ein kommunistischer Einparteiens-Staat, dessen Statistiken Teil der Propaganda sind (stärker noch als dies in unseren Gesellschaften der Fall ist).

Zudem kann die Qualität in der Datengewinnung nicht mit jener von zB Eurostat verglichen werden. In Summe erschwert die Kombination aus ideologischem Systemerhalt-Denken und Unprofessionalität eine valide Einschätzung der chinesischen Volkswirtschaft.

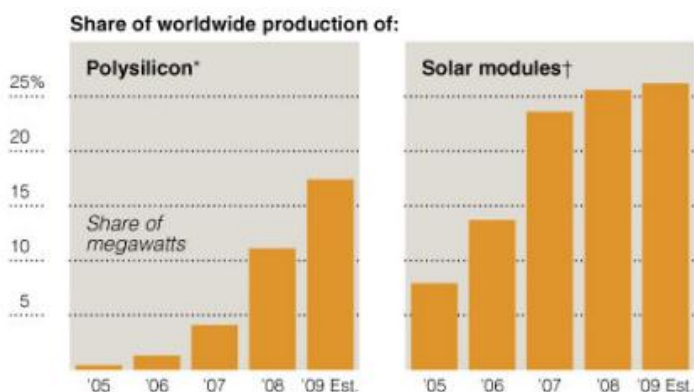
In meinem Kommentar vom 31.07. warnte ich vor der großen Erwartungshaltung an China als Retter der Weltwirtschaft. Meine Konklusion damals wie heute: China wirkt als Momentum-Verstärker, sobald Nordamerika und Europa an Fahrt gewinnen. Hier eine eigene Berechnung: angenommen, das von [China erwartete GDP Wachstum von ca 8% für 2009](#) ist korrekt. Dann würde 2009 das GDP (in USD) von USD 4,4 Billionen auf USD 4,75 Billionen ansteigen. Bei einem [weltweiten GDP Ende 2008 idH von USD 60,68 Billionen](#) würde der positive Effekt China's auf das Welt GDP +0,58% betragen. Beachtlich für einen Emerging Market, zu wenig jedoch, um als Retter gefeiert werden zu können.

Im Kommentar vom 31.07. führte ich auch aus, dass die hohe Sparrate in China mangels sozialer Sicherungssysteme weiterhin hoch bleiben wird. Die Wandlung hin zu einer konsumbasierten Wirtschaft, inklusive tragfähiger Mittelschicht geht nur langsam vor sich – kann auch nur langsam vor sich gehen. Wie weit der Weg zu diesem Ziel ist, zeigt eine aktuelle McKinsey Studie. Um zumindest zu anderen export-orientierten Ländern wie Japan oder Deutschland aufschließen zu können, fehlen China 20 % an konsumproduziertem GDP.

Private domestic consumption as % of GDP,¹ 2008

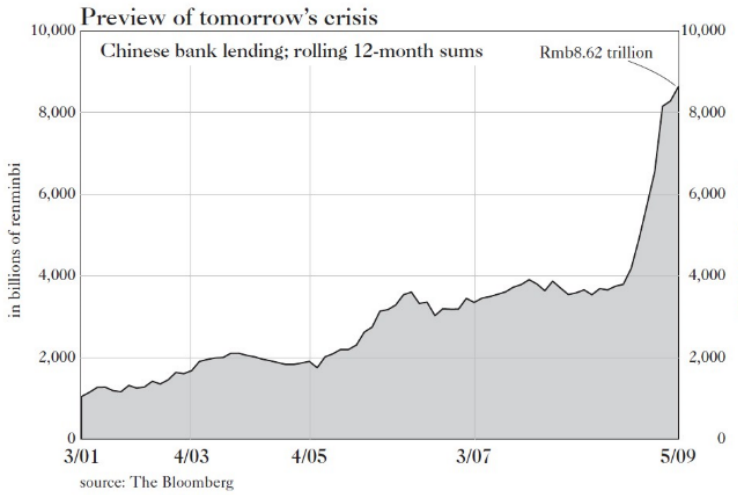
Source: Global Insight; McKinsey Global Institute analysis

Erste zarte Anzeichen eines mündigeren Konsumenten/Bürger sind zu vernehmen. [Chinesische Industrieregionen zählen zu den meist verschmutzten](#) der Welt. Mehr als [320 Mio Chinesen trinken verunreinigtes Wasser](#). Die chinesische Environmental Protection Administration testiert 45% der Flüsse und Wasserwege als gesundheitsgefährdend. [Am 2. September protestierten 10.000 Chinesen in Fujian gegen die wachsende Umweltverschmutzung](#). Zwar war in staatlich kontrollierten Medien nichts darüber zu lesen, jedoch reagieren chinesische Regierung und Regionalbehörden vermehrt darauf.



Küstenstädte wie Guangzhou werben mit [Absiedlungsprogrammen für die Schwerindustrie und Ansiedlungsprogrammen für Green Industries](#). Die Regierung forciert seit 2007 vehement sein Bestreben, [Weltmarktführer in der Solar & Windindustrie](#) zu werden. Der Chart zeigt den wachsenden Erfolg dieser Strategie. [Gleiches gilt für Elektroautos 'made in China'](#).

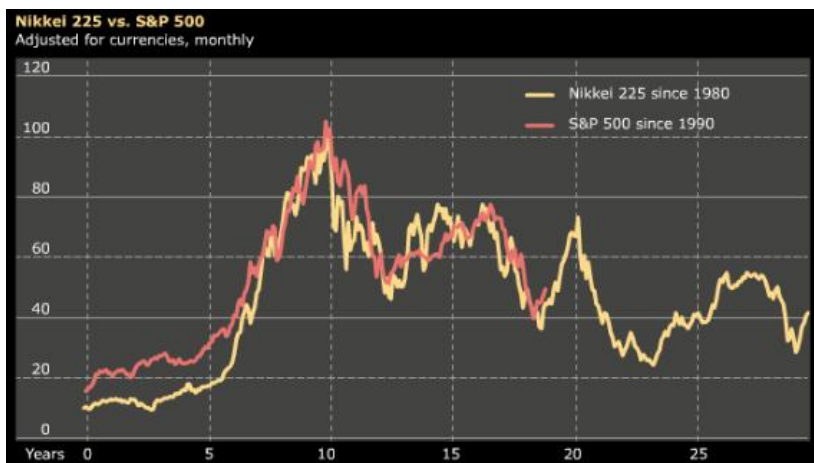
Kleine Schritte in die richtige Richtung.



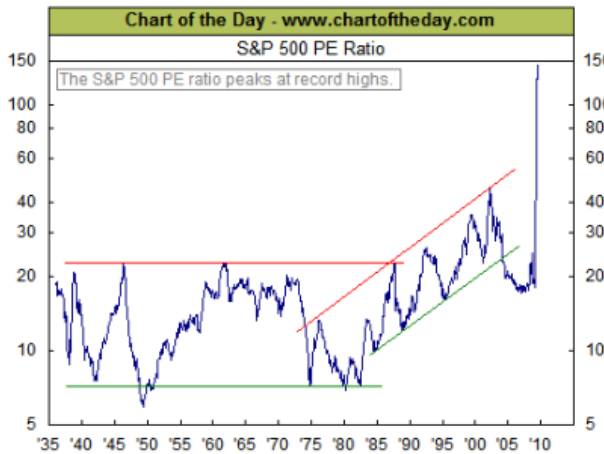
Ich bin kein Anhänger der fatalistischen Sprache eines Andy Xie, der von [China als großem Ponzi Scheme](#) spricht (schätze sonst seine Analysen), aber es bedarf keiner großen Phantasie, dass der links gezeigte 'leverage spike' kein Dauerzustand sein kann. China's Hausaufgabe liegt nun im Abbau künstlich stimulierter, kreditfinanzierter, bubble generierender Investitionen, wieder hin zu einem nachfragebasierten Wirtschaften via (gesteigertem) Inlandskonsum und Exporten.

Meine Conclusio von Ende Juli, dass China's Wachstum auf fragilen Beinen steht, gilt weiterhin.

Miscellaneous



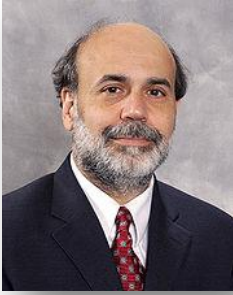
Erstaunlich wie sich Bilder gleichen können ...



Ist die Erholung der Aktienmärkte fundamental gerechtfertigt? Die Berechnung des kumulierten S&P500 KGVs zum Q2/09 macht jeglichen Kommentar überflüssig.



[Jesse's CrossRoadCafe](#) zeigte letzte Woche einen spannenden Overlay von S&P500 Performance und US Net Capital Outflows an Foreign Assets. Die USA waren speziell seit den 90ern zuerst von Japan und Europa, später ergänzt durch China mit Net Capital Inflows ausreichend für ihre Bilanzdefizite finanziert. Der Artikel schlägt die Brücke, dass der abrupte Abfluss an Auslandsinvestitionen die diversen Blasen zum Platzen brachte. Eine interessante, neue Perspektive auf den Bubble Trigger.



Ich begrüße Ben Bernanke's Bestätigung als Fed Präsident ([hier die Obama Ansprache](#)). Sprach mich bereits im Kommentar vom 23.07. für seine weitere Bestellung mit der Begründung aus, dass „*seine Vorgehensweise im Krisenverlauf bisher adäquat war. 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.*“



Der Tod von Ted Kennedy berührte mich persönlich. Auch wenn sein Ableben nach der Diagnose des aggressiven Gehirntumors absehbar war. Viel wurde über sein Leben geschrieben, seine blamable Präsidentschaftskandidatur, seine überparteiliche Strahlkraft als Abgeordneter. Ich schätzte sein sokratisches Fragen, seine chirurgische Schnittführung zum Kern einer Sache, seine Persistenz und seinen 'ethischer Pragmatismus' in der Zielerreichung. Sein wohlwollendes, aber nicht naives Wirken für die Gemeinschaft ist mir ein Vorbild. Dafür Danke.

