



Suchbildrätsel Weltwirtschaft

Im heutigen PS Commentary wird ein großer Bogen gespannt. Er soll Aufschluss über die makroökonomischen Wasserstände der relevanten Volkswirtschaften geben. Teil I (heute) beleuchtet das allgemeine Marktsentiment, die USA und die allgemeinen Conclusii, Teil II (kommende Woche) wird einen Blick auf die Emerging Market Ökonomien werfen. In medias res.

Wo liegt der Fehler des positiven Marktsentiments im Suchbild?

Ich finde ihn in der Annahme einer tückchen- und lückenlosen Überleitung des liquiditätsüberfluteten Ausnahmezustandes hin zu einem nachfragebasierten Wirtschaftszyklus.

Bevor ich jedoch in das Alltagsgeschäft zur Aufarbeitung der andauernden Strukturschwäche des Westens eintauche, ein kurzer Perspektivenwechsel mit Blick auf das abgelaufene Jahrzehnt. TIMES nannte es „[The worst decade in human history](#)“. Eine dramatisch klingende Aufzählung von überwiegend US-related Beispielen soll die Schlussfolgerung untermauern. Ich teile sie nicht. Das abgelaufene Jahrzehnt stand erstmals im Zeichen gelebter Globalisierung, die über ein ökonomisches Verständnis hinausging. Damit einher ging eine Vielzahl von Verbesserungen an Mobilität und Technologie, aber auch die Erkenntnis neuer Gefahren durch Interkonnektivität. Vier der fünf (ex USA) bevölkerungsreichsten Länder (China, Indien, Indonesien und Brasilien) repräsentieren 40% der Weltbevölkerung und blicken auf ein erfolgreiches Jahrzehnt an politischer Stabilität und ökonomischer Entwicklung zurück. [Seit 2007 stemmen die BRICs 45% des Weltwirtschaftswachstums](#) (3x mehr als in den 90ern). Anders als in den turbulenten 90er Jahren, verstanden es die Entwicklungsländer diesmal, ihre ökonomische Dynamik zu stabilisieren, erkannten die Relevanz sozialer Fragen und legten ihre Naivität gegenüber dem Westen als selbstlosen Helfer ab. Auch kleinere Länder wie [Südafrika, Peru oder Kolumbien nahmen einige Kondratieff Zyklen in einem parallelen Zug und sind auf gutem Weg zu entwickelten Volkswirtschaften](#). In Europa erweiterte die EU ihr Erfolgsmodell auf 27 Mitgliedsstaaten, etablierte eine Weltwährung (Einführung bereits am 01.01.99) und beschloss, nach jahrelangem Kräfteressen, eine gute Strukturreform. Auch [Zahl der Menschen in Armut \(nach UN Definition\) verringerte sich deutlich](#):

Using the official \$1/day line, we estimate that world poverty rates have fallen by 80% from 0.268 in 1970 to 0.054 in 2006. The corresponding total number of poor has fallen from 403 million in 1970 to 152 mln in 2006.

Trotz der weltweiten Reduktion von Armut (auf ein immer noch sehr niedriges 'Wohlstandsniveau') bleibt Afrika weiterhin ein Sorgenfall. Zwar stimmt ein [Weltbankbericht für Afrika positiv](#):

In recent years, a broad swath of African countries has begun to show a remarkable dynamism. From Mozambique's impressive growth rate (averaging 8% p.a. for more than a decade) to Kenya's emergence as a major global supplier of cut flowers, from M-pesa's mobile phone-based cash transfers to KickStart's low-cost irrigation technology for small-holder farmers, and from Rwanda's gorilla tourism to Lagos City's Bus Rapid Transit system, Africa is seeing a dramatic transformation. This favorable trend is spurred by, among other things, stronger leadership, better governance, an improving business climate, innovation, market-based solutions, a more involved citizenry, and an increasing reliance on home-grown solutions. More and more, Africans are driving African development.

Doch im Vergleich zu den auch politisch besser repräsentierten Asiaten, bleibt Afrika ein Patchwork-Kontinent, der Gefahr läuft, eine [zweite Kolonialisierung \(„Agro-Imperialism“\)](#) [durchleben zu müssen](#). Diesmal zwar nicht mittels Aufgabe staatlicher Souveränität, sondern durch den Ausverkauf ökonomischer Freiheiten an Nordamerikaner, Europäer und Chinesen.

INSTITUTIONAL INVESTORS' CONGRESS

22-23 February 2010 • Hilton Vienna, Vienna, Austria

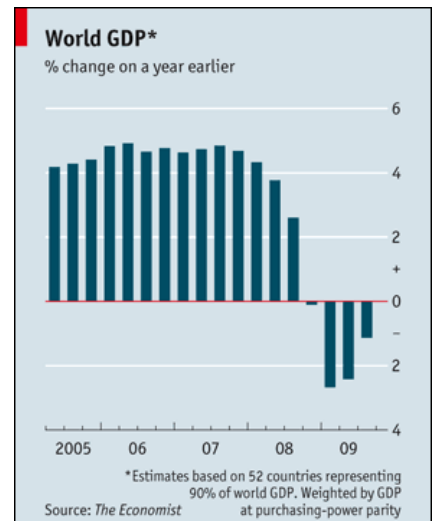
For more information, please email Kimberly Schioppo, kschioppo@opalgrou.net
or call (212) 532-9898 ext. 262

Opal Financial Group

Zurück zur Gegenwart. Ohne Zweifel waren die weltweiten Rettungsmaßnahmen und Liquiditätsinjektionen der Zentralbanken notwendig und richtig. Auch war die Reaktion der Regierungen, die implodierende Nachfrageseite mittels Stimuli abzufangen, richtig. Die begangenen Fehler liegen im Detail der Konjunkturprogramme (zB sinnentleerte Abwrackprämien in Europa und den USA,), der mit der großzügigen Rettung des Finanzsystems nicht einher gegangenen Finanzmarktreform und der Annahme, Asset Price Inflation ist für die Volkswirtschaften weniger risikoreich als ein zu frühes Absetzen der Liquiditätsprogramme.

Aktueller Stand der Hilfsaktionen: World GDP erholt sich (Chart rechts). Die große Frage nun, wie wir Liquiditätsjunkies wieder entwöhnt werden können.

Der 'Free money'-Effekt überzeugte viele Investoren in 2009, ihr Geld vom Spargbuch in risikoreichere Veranlagungen zu verlagern. In den USA flossen im vergangenen Jahr USD 468,5 Mrd aus Money-Market-Funds ab. Die USD und AUD Carry-Trades befeuern die risikoreicheren Assetklassen zusätzlich. Wie die IMF Grafik zeigt (Free money), befinden sich die Refinanzierungssätze seit Anfang der 80er in einem Abwärtstrend, der nun an der Nulllinie angelangt ist. Wir schwimmen also nicht erst seit dem letzten Konjunkturzyklus (Greenspan Put) in einem anhaltenden Umfeld billiger Liquidität. Uns sollten daher Ausschläge wie die „Tech-Bubble“ oder der Immobilienboom in kurzen, hoch-volatilen Abständen nicht überraschen.



Vorläufiges Ergebnis der anhaltenden Liquiditätshausse ist ein cyclically-adjusted **PE Ratio des S&P500 von 20**, ein historisch guter Indikator für teure Anteilspreise von privatwirtschaftlich operierenden Unternehmen. Wir notieren ca 50% über dem langfristigen Durchschnitt. Selbst nach einem Jahrzehnt enttäuschender Aktienperformance, bietet die Wall Street lediglich eine **Dividend Yield von bescheidenen 2%**, verglichen mit einem **long-term-average von 4,5%**.

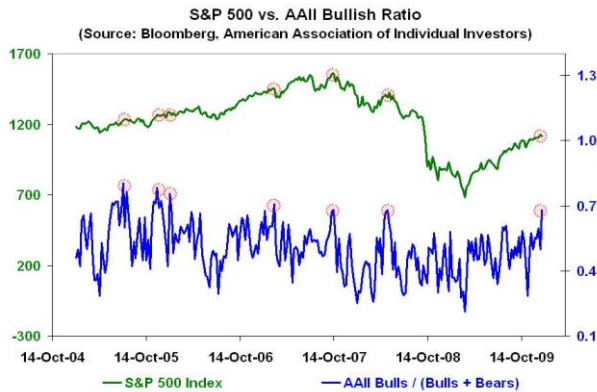
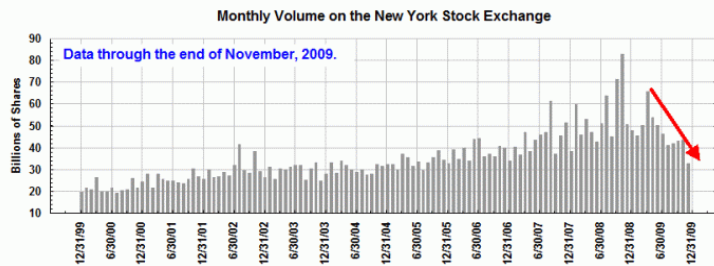
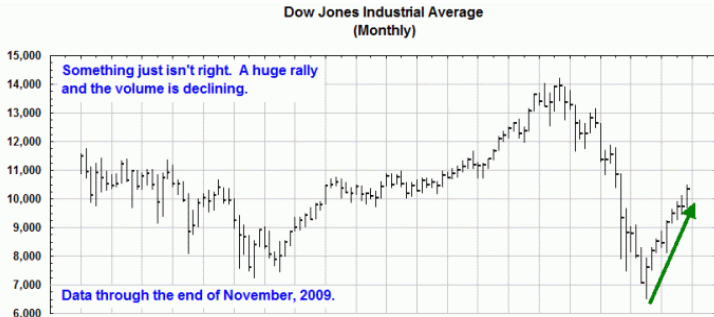


Die nahezu unbemerkte [Kontraktion der Geldmenge M3 in den USA und Europa](#) (in den USA nur noch indirekt ermittelbar) in den vergangenen sechs Monaten wird sich ab Mitte 2010 negativ auf die wirtschaftliche Erholung auswirken, weil damit die weiterhin sehr [geringe Kapazitätsauslastung der Weltwirtschaft sichtbar werden wird](#). In Bill Gross' [Jänner Newsletter](#), wird der verzerrende, nicht nachhaltige Liquiditätseffekt deutlich beschrieben:

[...] he shifting of private investment dollars to more fiscally responsible government bond markets may make for a very real outcome in 2010 and beyond. Additionally, if exit strategies proceed as planned, all U.S. and U.K. asset markets may suffer from the absence of the near \$2 trillion of government checks written in 2009. It seems no coincidence that stocks, high yield bonds, and other risk assets have thrived since early March, just as this "juice" was being squeezed into financial markets. If so, then most "carry" trades in credit, duration, and currency space may be at risk in the first half of 2010 as the markets readjust to the absence of their "sugar daddy." There's no tellin' where the money went? Not exactly, but it's left a suspicious trail. Market returns may not be "so fine" in 2010.

Rally Contrarian

Ein Wort zur Bärenmarkt-Rally. Liquidität (wie vorhin gezeigt) fordert den Preis der Volatilität und Instabilität.

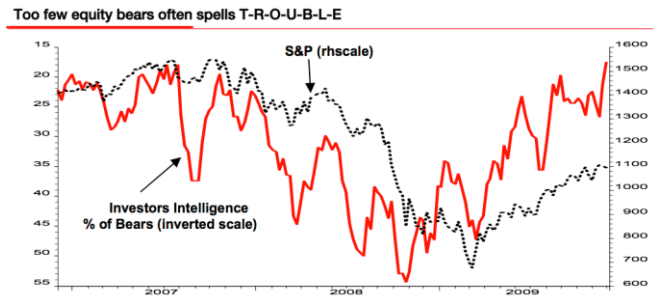


Mit Fortdauer der starken Gegenbewegung seit März nahm das NYSE Handelsvolumen deutlich ab (Chart links). Weshalb wurden institutionelle Investoren vorsichtig und ließen das Volumen auf ein Niveau von 2005 fallen?

Es könnte mit dem starken Anstieg des bullischen Sentiments der Privatinvestoren negativ korrelieren. Das Bullish-Ratio der "American Association of Individual Investors (AAII)" (unten links) notiert am höchsten Stand seit Februar 2007. Gleiches gilt für das [Investors Intelligence](#) (II) Bull/Bear Ratio (unten rechts).

A. Edwards (Société Generale): "The current extremely low number of equity bears, the likelihood is that the next leg of the long-term structural valuation bear market is closer than people might realise."

Kurz, wir befinden uns im 'Contrarian Extreme'.



Sollte jemand eine fundamentale Begründung für die in ihrem Ausmaß nicht gerechtfertigte Bärenmarktrally benötigen, hier eine Gegenüberstellung des 60+% Anstieges zu früheren, vergleichbaren US Rallies (Quellen [hier](#), [hier](#) und [hier](#)):

<u>YoYear Retail Sales:</u>	9,3% avg	vs	-5,3% in 2009
<u>Consumer Confidence:</u>	95,5 avg	vs	53,1 in 2009
<u>Capacity Utilization:</u>	79,9% avg	vs	66,6% in 2009
<u>YoY Industrial Prod.:</u>	4,1% avg	vs	-10,7% in 2009
<u>ISM:</u>	53,9 avg	vs	52,6 in 2009
<u>Payroll emplom. gains:</u>	2,2% avg	vs	-2,0% in 2009
<u>YoY growth credit debt:</u>	9,3% avg	vs	3,0% in 2009
<u>YoY growth household debt:</u>	8,8% avg	vs	-0,1% in 2009
<u>P/E Multiple:</u>	16,8x avg	vs	20,0x in 2009

Bedenklich auch, dass Investoren vorsichtig gegenüber den Paradebeispielen des 'soliden' Aufschwungs wurden: den Banken. Seit Sommer 2009 steigt das Performance Gap zwischen den S&P Financials und dem S&P500 signifikant an (unten).



USA schwächelt weiter

Wie oftmals ausgeführt, sehen wir nun Dank der konzertierten Aktionen und temporärer Inventory-Effekten eine Stimuli-getragene „[Statistical Recovery](#)“ (Mauldin). [Das CBO \(Congressional Budget Office\) der USA bestätigt die Wirksamkeit des ARRA](#) (American Recovery and Reinvestment Act):

[The] CBO estimates that in the third quarter of calendar year 2009 ... real (inflation-adjusted) gross domestic product (GDP) was 1.2 percent to 3.2 percent higher, than would have been the case in the absence of ARRA. Those ranges are intended to reflect the uncertainty of such estimates and to encompass most economists' views on the effects of fiscal stimulus.

BEA [korrigierte die Q3 GDP Zahlen kürzlich](#) nochmals nach unten. Annualisiert stieg das US GDP im 3. Quartal also nicht um +3,5% (erste Schätzung), nicht um +2,8% (nach 1. Revision), sondern um +2,2% (nach 2. Revision). Die Zahlen der CBO zur ARRA Wirkung zu Grunde gelegt, bestand eine 50%ige Chance auf ein Rezessionsquartal ohne staatlichen Impuls. Gleiches kann für das erwartete +3%ige Wachstum im 4. Quartal angenommen werden.

Die positiven GDP Zahlen in den USA spiegeln keine Erholung der Nachfrageseite wieder. [Ed McKelvey von Goldman Sachs nannte die Wachstumswahlen für das 2. Halbjahr 2009 kurz vor Weihnachten „ho-hum“](#):

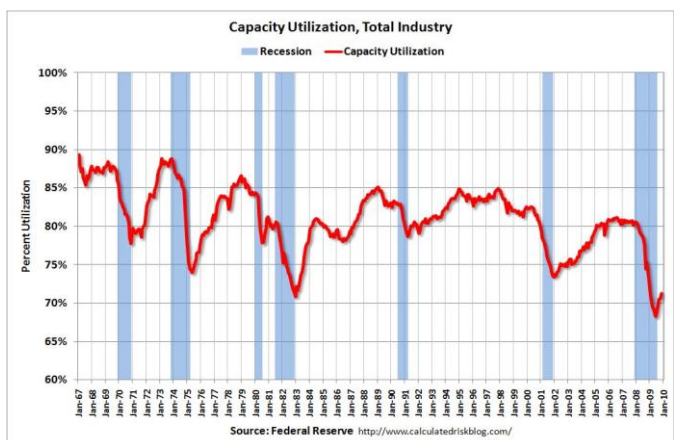
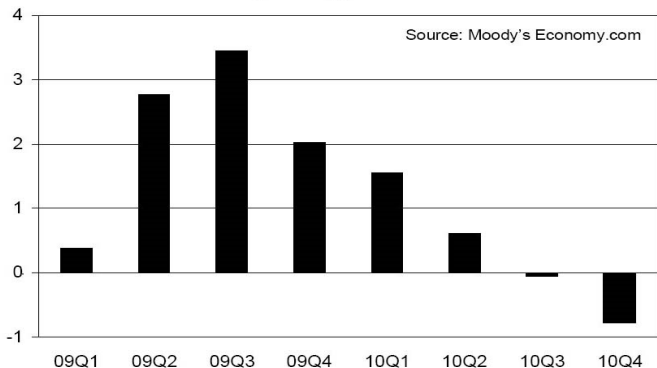
“At a time of the year when ho-ho-ho is the catchword, the first six months of the US economic recovery look distinctly ho-hum following the latest reports. Although we continue to estimate a 4% growth rate for the 4th quarter, with upside risk to that figure, the composition of this growth is not strong. Almost half of it comes from a sharp slowing in the rate at which inventories are being drawn down ...”

Wie eine Senatsschätzung (Chart) von Mark Zandi zeigt, endet der ARRA Wirkungsgrad in Q3/10. Mehr noch, durch Refinanzierungskosten und vorgezogene Steuereffekte, wird ARRA die Erholung ab Q4/10 merklich belasten.

Bestätigt wird die fehlende Nachhaltigkeit auch durch die weiterhin geringe Kapazitätsauslastung. [Zwar liegt diese wieder über 70% \(Inventory Effect\)](#), notiert aber immer noch deutlich im rezessiven Bereich (Chart). Die im [November und Dezember knapp über 50 notierenden ISM Indikatoren](#) (>50 = Expansion), zeigen lediglich eine Stabilisierung auf niedrigem Niveau. Im [Dezember erwarteten 52% aller US KMU's eine Verschlechterung ihrer Lage](#) in den kommenden sechs Monaten. Kurz, die ökonomische Situation in den USA ist weiterhin rezessiv, obwohl seit Q3 das GDP wieder auf positiv drehte.

Nette Anekdote die BEA lag in Summe 1,3% mit ihrer Erstschätzung daneben. In Japan [lagen die staatlichen Statistiker mit ihrer Erstschätzung zum Q3 GDP geschlagene 3,5% von ihrer ersten Revision entfernt \(+1,3 statt +4,8%\)](#). Neben Unzulänglichkeiten der Messparameter (GDP ist eine veraltete Messgröße mit vielen Unschärfen in ihren Annahmen) zeigen die Fehlkalkulationen auch, wie schwierig es ist, in einer Phase hoher Dynamik, valide Messungen vorzunehmen

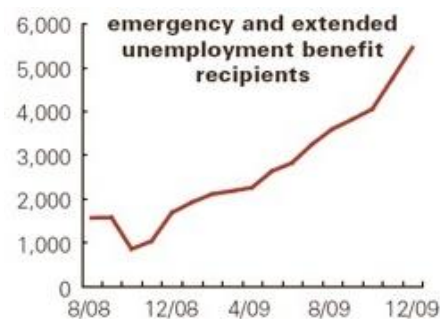
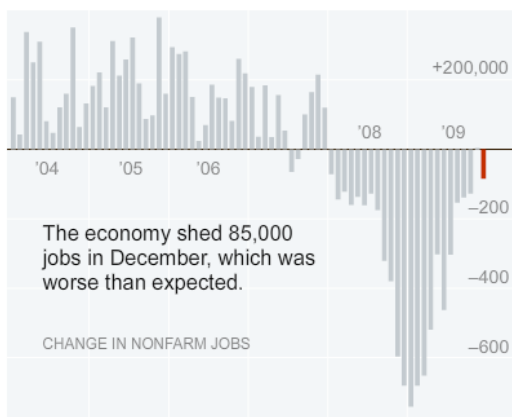
Chart 1: Recession Ends as the Fiscal Stimulus Kicks in
Contribution to real GDP growth, ppt



Anfang Dezember bemühte sich Geithner optimistisch zu klingen, in dem er verkündete, dass der [TARP Schirm bald nicht mehr benötigt werden wird](#). Doch positiv ist anders. Es wäre zu erwarten gewesen, dass, unter Berücksichtigung all der Gefälligkeiten ggü den Banken, TARP längst hinfällig geworden sein müsste. Wie oftmals ausgeführt, steht den US Banken noch eine Konsolidierungswelle bevor. Die aktuelle FDIC „Troubled Bank List“ [stieg auf 576 \(Jan 8th\) bei assets at risk von USD 304,8 Mrd.](#) In Europa sieht es für Banken nicht besser aus. Ende Dezember publizierte die Deutsche Bank einen Report über den Zustand der deutschen und französischen Banken und [kam zu einem ernüchternden Ergebnis](#): „Zu zersplittert ist der Markt, zu gering sind die Margen. Dafür sind die Kosten zu hoch, das Kapital zu knapp, und viele Geldhäuser haben einfach kein Geschäftsmodell - was sich in der Finanzkrise schmerzhaft gezeigt hat.“ Kurz, durch die Form der Rettungsmaßnahmen wurde keine Strukturbereinigung eingeläutet. Somit stehen Banken vor den gleichen Problemen wie vor der Krise und müssen zusätzlich noch ihre Toxics abschreiben. Alleine für Deutschland erwartet die Bundesbank [einen Abschreibungsbedarf für 2010 idH von EUR 50-75 Mrd.](#) Axel Weber spricht von einer „zweiten Krisenwelle“. Norbert Walter (bald pensionierter Chefvolkswirt der Deutschen Bank) erwartet für [Deutschland erst 2013 eine Rückkehr auf den Wachstumspfad](#).

Auch der US Immobilienmarkt zeigt keine Anzeichen von Erholung sondern lediglich einer Stabilisierung auf niedrigem Niveau. Wie instabil die Immo-Lage weiterhin ist belegt eine Aussendung [des US Finanzministerium am 24.12.](#) Gut verdeckt zur weihnachtlichen Bescherung verlautbarte es, dass Fannie & Freddie in den kommenden drei Jahren uneingeschränkt Kapital (Bailouts) zur Verfügung gestellt bekommen werden. Media kaum wahrgenommen, stellt dies einen Blankoscheck für beide Institutionen dar. Die [Mortgage Bankers Association \(MBA\) publizierte diese Woche einen Rückfall von 22,8%](#) in Mortgage Applications für KW51/09 im Vgl zur Vorwoche. In KW52/09 stiegen zwar die Applications um 0,5% im Vgl zur Vw, jedoch auf „seasonal adjusted basis“ (dh auf Basis von historischen Durchschnitten). [Mortgage Applications liegen in Summe 25+% niedriger als Ende 2008.](#) Schlimmer noch, der 4-wöchige Durchschnitt notiert am niedrigsten Niveau seit Nov. 1997, trotz aller housing tax breaks durch die Obama Administration. Der MBA Index wurde von Alan Greenspan gerne als vorlaufender Indikator für künftige housing sales verwendet.

Auch der Arbeitsmarkt sendet weiter rezessive Signale. Wie von Brad DeLong aufbereitet, befindet sich das [Employment-Population Ratio weiterhin im freien Fall \(rechts\)](#). Obwohl die Zahl der abgebauten Jobs kontinuierlich weniger wird (unten| Negativüberraschung Dez09), bleibt die Situation der Arbeitslosen trist. Die Duration der Arbeitslosigkeit ist ebenso weiter ansteigend wie die Drop Out Quote jener Arbeitslosen, die sich aus dem Arbeitsmarkt zurückziehen und die Arbeitssuche aufgeben.



USA und ihre Banken

Paul Volcker (ehem Fed-Präsident| Obama´s polit. Berater) spricht mit angemessener Deutlichkeit über die [Versäumnisse der Politik und stellt sich zu Recht gegen Summers und Geithner](#):

"Bankers and regulators have not come anywhere close to responding with necessary vigor" to the worst economic crisis in 70 years. There is a lot of evidence that financial weaknesses brought us to the brink of a great depression . . . The proposed changes are like a dimple."

-Paul A. Volcker, Dec. 8. at a conference in West Sussex, England

Anfang Dezember machte sich `Tall Paul´ auf zu seiner [Provokationstour \(5 Länder in 8 Wochen\)](#). Obwohl er seinen Appell nach einer Reaktivierung des Glass-Steagall Acts seit längerem artikuliert und dabei unterstützt wird von namhaften Proponenten an Ex-Bankern ([Ex-Citi Chairman](#)), Wissenschaftlern ([J. Stiglitz](#)) und Politikern ([BoE Governor](#)), stellen sich die US Entscheidungsträger a la Geithner und Bernanke taub. Selbst in Bernanke´s eigenem Haus gibt es starke Befürworter der Reaktivierung. Thomas Hoenig (Kansas City Fed President) unterstützt den Plan [bereits seit Sommer 2009](#).

"Beginning to break them, to dismember them, is a fair thing to consider."

-Federal Reserve Bank of Kansas City President Thomas Hoenig.

Das Risiko der Tatenlosigkeit wird am Markt nicht angemessen bepreist. Die [6 größten Banken in den USA summieren sich nun auf 60+% des US GDPs](#). Sie fühlen sich darin bestärkt, weiter Risiko zu nehmen, weil der „moral hazard“ Kreislauf immer noch nicht durchbrochen wurde. Sie greifen eifrig Risiko auf und investieren in Heilsbringer wie China und andere Emerging Markets. Zwar sind Balance sheets kleiner, leverage ratios down, lending down, aber ihre Systemrelevanz ist gestiegen.

In den Abgeordnetenhäusern arbeiten die Lobbyisten noch gut genug, um den Kreis der Befürworter einer Glass-Steagall Act Reaktivierung klein zu halten. Sen Maria Cantwell (D) und Sen. John McCain (R) [sind erwähnenswerte Ausnahmen](#), die für eine Wiedereinführung kämpfen (dass ich mal McCain loben würde...). Meine Hoffnung ruht auf Senator Chris Dodd (Chairman of the Banking Committee), der am 6.01. [seine Wiederkandidatur ausschloss](#) und somit als Freigeist einen höheren Wirkungsgrad in der Ausarbeitung einen Senatsentwurfes zur Finanzmarktreform erlangen kann. Es bliebe zwar immer noch ausreichend Arbeit im Vermittlungsausschuss zu erledigen, aber wenn beide Häuser einen zwar divergierenden aber im Anspruch ggü Wall Street selbstbewussten Entwurf vorlegen, sollte auch der zu findende Kompromiss eine Reform mit Zähnen repräsentieren.

Selbst im Optimalfall erwarte ich keine Glass-Steagall Act Reaktivierung. Realistischer ist die Einführung von Teilen, wie im verabschiedeten Entwurf des House of Representatives vorgesehen. So würde dem Board of Governors der Fed das [Recht in die Hand gegeben](#), Banken den Eigenhandel zu verbieten, wenn durch die Handelsaktivität die Gefahr einer Systeminstabilität bestünde. Solch ein Resultat wäre deutlich besser als der Status Quo, und doch nur Stückwerk.

Es ist schon frech, wie ignorant die Politik auf Kosten der Bevölkerung in Europa und den USA die Zügel schleifen lässt, obwohl die adäquat zu setzenden Reformschritte offensichtlich sind.

Sidestep. Ein Grund mehr, für eine Professionalisierung des Berufsbildes eines gewählten Volksvertreters in einer repräsentativen Demokratie zu plädieren. Die aktuelle Incentive-Struktur von Parlamentariern belohnt Stillschweigen, Unwissenheit und Klientenpolitik. Aber dazu ein andermal mehr.

"Wenn Sie einen Schweizer Bankier aus dem Fenster springen sehen, springen Sie hinterher. Es gibt bestimmt was zu verdienen." Voltaire (geb1694)

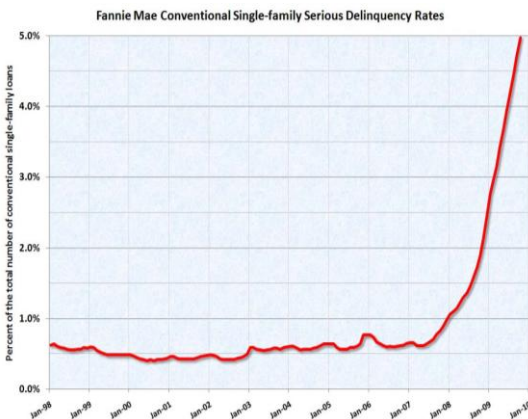
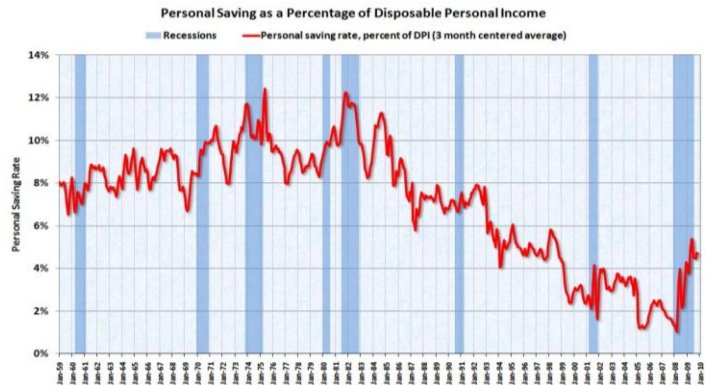
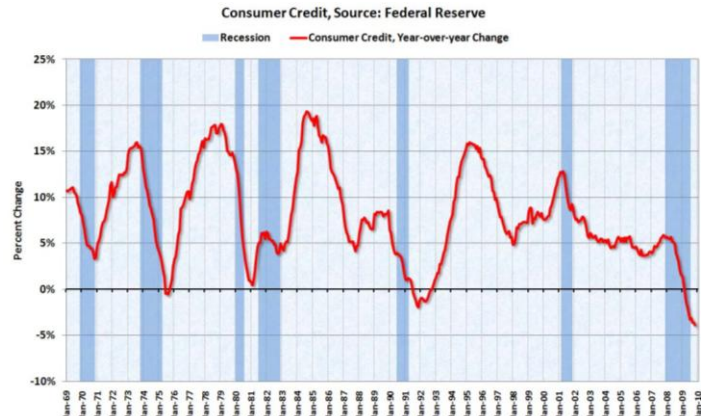


US Konsument tadellos

Wie bereits in früheren Kommentaren ausgeführt, verhält sich der US Konsument beispielhaft und setzt die richtigen Aktionen hinsichtlich Sparverhalten und Schuldenabbau. So reduzierten sich die Konsumentenkredite im November zum 10. Mal in Folge. Alleine in diesem Monat mit einer annualisierten Rate von 8,5%.

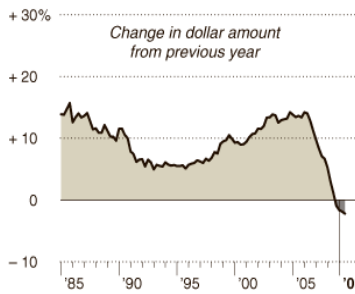
Die Sparrate lag im November bei 4,7% und pendelt sich seit einigen Monaten auf diesem Niveau ein. Ebenso ein gutes Zeichen, dass der Konsument a) Sparen kann b) nicht aus Angst in ein extremes Sparen abdriftet und c) das Sparverhalten stabil weiterführt. Mittelfristig kann ein Anstieg auf 8% erwartet werden. Dafür mitverantwortlich sind die Anstrengungen der Obama Administration, den Konsumenten zu entlasten (rechts unten).

Diese Bemühungen sind notwendig. Der Druck auf den Konsumenten lässt nicht nach, sondern steigt weiter an. Fannie Mae gab bekannt, dass die 'Delinquencies' (> 90d) für Eigenheimkredite im Oktober auf 4,98% anstiegen – von 4,72% im September (unten). Im Oktober 2008 lagen sie noch bei 1,89%.

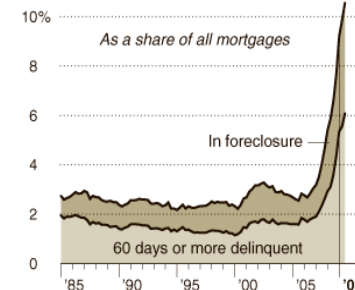


MORTGAGES

Residential mortgage loans outstanding

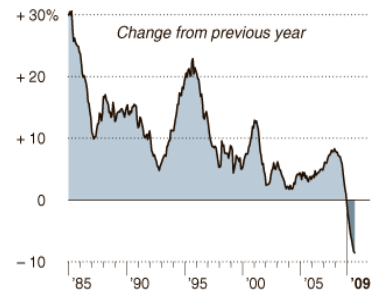


Distressed mortgages

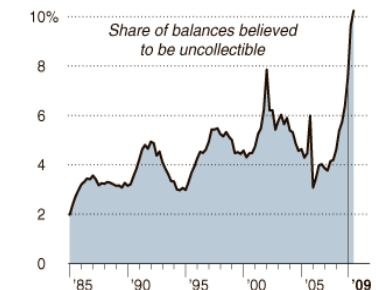


CREDIT CARDS

Credit card debt outstanding



Credit card charge-off rate



2010?

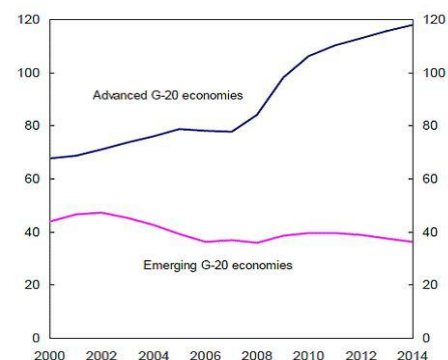
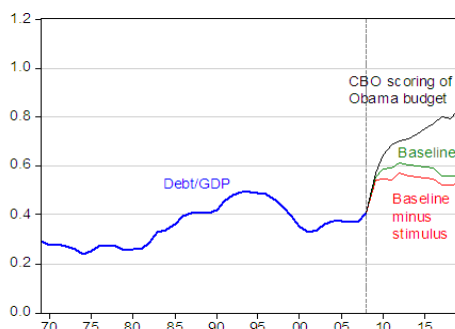
Der UBS Market Research repräsentiert den Durchschnitt – in vielerlei Hinsicht. Deshalb der von der UBS erstellte Base Case als Orientierungspunkt allgemeiner Markterwartung.

"Surprise"	UBS "Base case"
1 Emerging markets underperform	Emerging markets outperform
2 EMBI spreads tighter than corporate spreads	The country risk premium stays positive
3 VIX falls to (and stays at) 15%	VIX stays elevated as uncertainties persist
4 Japan becomes the "darling" equity market	Japan underperforms
5 Wall Street regulation largely benign	Regulatory change will weigh on long term earnings growth at the financials
6 China aggressively tightens policy	Stimulus is withdrawn slowly and economy does not overheat
7 US unemployment falls sharply, Fed tightens in Q1 next year	US unemployment peaks in Q1, Fed tightens in Q2
8 UK election results in a hung parliament	The Conservative party win a majority
9 Oil prices rally over \$100 per barrel	Oil prices to average \$75 per barrel
10 China sharply re-values the RMB	Stable RMB versus the US Dollar

Source: UBS

Sovereign Debt im Fokus

Nun zu meiner Markterwartung. Im Dezember brach eine regelrechte Hysterie über mögliche Staatsbankrotte aus. Angefeuert von Meldungen über Dubai, Island und Griechenland ging nun das Angstgespenst „Default“ a la Argentinien in den 90ern um. Ich sehe die Lage noch entspannt. Dubai und Island waren non-events. Nicht relevant für die Weltwirtschaft, nichtmals für die jeweilige Region. Griechenland hat nicht das Potenzial den EUR aus den Angeln zu heben ([repräsentiert 3% des Eurozone GDPs](#)). Würden die Griechen nicht, gleich den Italienern, ihr Steuersystem mutwillig aushungern, gäbe es ausreichend ökonomische Substanz für gesunde Staatsfinanzen. Deshalb ist das [strengere Vorgehen von Brüssel im Einfordern von Strukturreformen](#) gerechtfertigt. Auch ist die in den USA von den Republikanern geführte Verschuldungshysterie nicht zu verstehen. Vor Krisenbeginn notierte das US public debt-to-GDP Ratio knapp unter 40%. Die [mittelfristige Budgetplanung der Obama Administration](#) (Chart) sieht einen Anstieg auf max. bis zu 80% in den kommenden 10 Jahren vor.

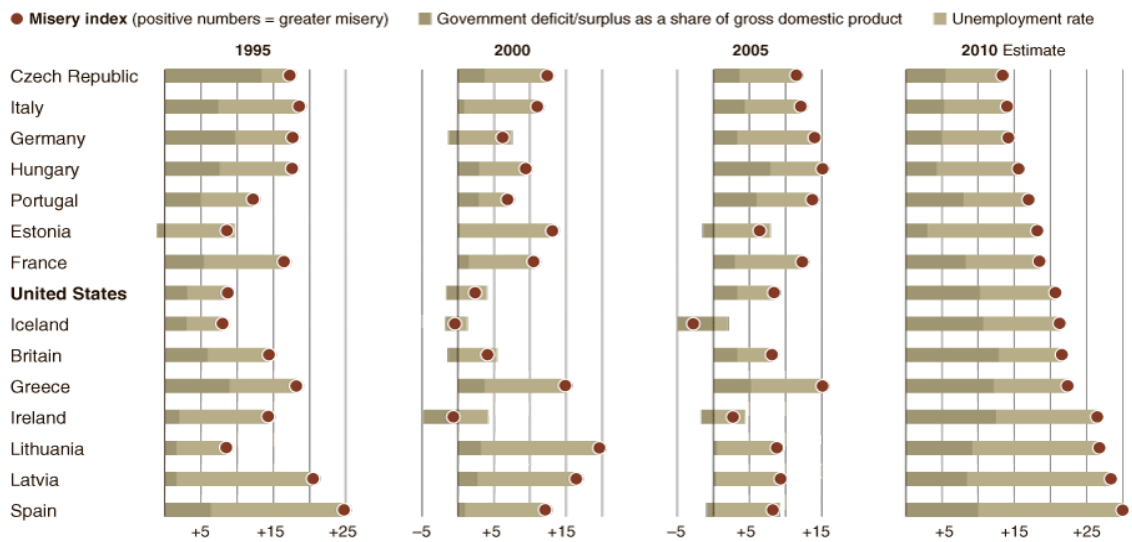


Europäer können über 80% milde lächeln, notierten doch die [meisten EU27 Länder bereits Ende 2008 zwischen 60% und 90%](#). Bevor wir uns also über die USA Sorgen machen, wären systemrelevante Kandidaten wie Japan oder UK zuerst zu versorgen. Eines stimmt natürlich bedenklich. In meinem Kommentar vom 19.08.09 führte ich aus, dass ich für 2010 einen schärferen Wettbewerb zwischen den Emittenten von Staatsanleihen erwarte. Dieser wiederum erzeugt starken Reformdruck auf die Schuldner mit schlechterer Haushaltslage (auch USA) und Wettbewerbsfähigkeit. Da sie sich zu deutlich schlechteren Konditionen refinanzieren müssten, wäre es (auch politisch) leichter a) Strukturreformen abzuarbeiten b) mit Steuererhöhungen/Ausgabenkürzungen zu reagieren. In beiden Fällen wird die Möglichkeit weiterer Stimulipakete eingeschränkt. Im November erst verwies der IMF darauf, dass er das public debt-to-GDP Ratio der entwickelten G20 Länder [auf im Schnitt 118% bis 2014](#) ansteigen sieht. +40% ggü pre-crisis Niveau. Im Gegenzug prognostiziert er bei den Emerging Market G20 Ländern ein Absinken des [Ratios auf unter 40% bis 2014](#) (Chart).

Eben diese Kombination aus Schutz des Kreditratings durch Ausgabenkontrolle oder/und Steuererhöhungen nannte ich im August (et al.) als Grund für das zu erwartende W in den entwickelten Ländern Mitte 2010 (Q3). Wie oftmals ausgeführt werden sich die Emerging Markets dieser Korrektur nicht entziehen können, weil die entscheidenden Absatzmärkte immer noch in Europa und Nordamerika liegen. Darüber hinaus steht China durch seine massive Kreditexpansion auf dünnem Eis. Dazu mehr in Teil II. Zum Abschluss der [Moody's Misery Index](#). Er gibt an, welche Volkswirtschaften 2010 wohl am Ehesten in Schwierigkeiten geraten.

A New Definition of Misery

An economist at Moody's developed a "misery index" in a report this week by adding together the unemployment rate and the budget deficit as a percentage of G.D.P. for various countries. A high index signals that a country badly needs fiscal stimulus to spur economic growth, but may be in no condition to pay for it.



Source: Moody's

Hier meine 2010 Einschätzung.

BEST CASE

Ich irre mich und das 'Dream Team' der G20 Regierungen + Notenbanken schafft einen sanften Übergang von Liquiditätsüberschuss und künstlich stimulierten Volkswirtschaften zu nachfrageorientiertem Weltwirtschaftswachstum.

MID CASE

Wir sehen Mitte 2010 (Q3) ein rezessives W in den entwickelten G20 Ländern nach Auslaufen der Stimuli (in den USA stärker ausgeprägt als in Europa) mit deutlichem Negativwachstum (2. Chance auf Strukturreformen) und einer Wachstumsdelle ([Decoupling funktioniert auch weiterhin nicht](#)) in den G20 Emerging Markets. Die letzteren schaffen aber durch ihre Liquiditätsdepots ausreichend Inlandsnachfrage und Auftragsbestand, um eine deutliche Korrektur zu vermeiden. Möglich wird dieses Szenario dadurch, dass mit [2009 alle Emerging Markets erstmals die 50% Marke des Welt-GDPs überschritten](#) haben und somit aggregiert zum Auffangnetz werden könnten.

WORST CASE

Wir sehen ein rezessives W in der Weltwirtschaft, weil a) die entwickelten G20 Länder mit Liquiditätsabsorbtion, schwächerer Konsumnachfrage durch steigende Arbeitslosenzahlen und kaum Spielraum für ergänzende Stimuli, Fahrt verlieren und zur gleichen Zeit die G20 Emerging Markets (allen voran China) ihre durch hohe Erwartungen, Dollar-Carry-Trade und Kreditausweitungen genährte Asset Price Inflation ungewollt und implosiv abbauen.

Ich halte den Mid Case für das wahrscheinlichste Szenario.



Zusammenfassung kritischer Stimmen von renommierten Marktbeobachtern

[Zusammengestellt von Marketwatch.](#) Empfehlenswert.

1. Faber: The 'American Empire' has peaked, is on a decline

Hong Kong economist Marc Faber says "the average life span of the world's greatest civilizations has been 200 years ... Once a society becomes successful it becomes arrogant, righteous, overconfident, corrupt, and decadent ... overspends ... costly wars ... wealth inequity and social tensions increase; and society enters a secular decline."

2. Stiglitz: Wall Street creating short respite before next crash

Nobel economist Joseph Stiglitz recently warned: Unless Wall Street's incentive system is drastically reformed, "the financial sector will only try to circumvent whatever new regulations we put in place. We will simply have a short respite before the next crisis." Warning, nothing's changed, it's worse: Lobbyists run Obama, Congress and the Fed.

3. Johnson: Running out of time before Great Depression 2

Yes, "we're running out of time ... to prevent a true depression," warns former IMF chief economist Simon Johnson. The "financial industry has effectively captured our government" and is "blocking essential reform," and unless we break Wall Street's "stranglehold" we will be unable prevent the Great Depression 2.

4. Taleb: Fed haunted by ghost of Greenspan's failed Reaganomics

When Obama reappointed Bernanke, Nassim Taleb, risk-management professor and author of "The Black Swan," warned of a new disaster: "The world has never, never been as fragile," yet Obama reappoints an economist who "doesn't even know he doesn't understand how things work." New proof? At last week's American Economic Association, Bernanke was still shifting the blame: "The best response to the housing bubble would have been regulatory, not monetary." Wrong: He conveniently forgets he was advising Bush earlier, did nothing. Now Obama's stuck with a Greenspan clone and an insane ideology focused solely on saving a failed banking system by flooding the world with inflated dollars guaranteed to trigger another meltdown

5. Soros: Dollar dead as a reserve currency, nest eggs dying

Billionaire investor George Soros' "New Paradigm:" America's 25-year "superboom ... led to massive deregulation ... blindly chasing free markets ... unleashed excessive greed ... created the dot-com and credit meltdowns" and a "shadow banking system" of derivatives. "The system is broken. The current crisis marks the end of an era of credit expansion based on the dollar as the international reserve currency," warns Soros. "We're now in a period of wealth destruction. It is going to be very hard to preserve your wealth in these circumstances."

6. Shiller: Dot-com, subprime meltdowns, 'third episode' next

Economist Robert Shiller a "Dr. Doom?" Remember a decade ago with "Irrational Exuberance?" Now he's warning: "Bubbles are primarily social phenomena. Until we understand and address the psychology that fuels them, they're going to keep forming. We recently lived through two epidemics of excessive financial optimism, we are close to a third episode, only this one will spread irrational pessimism and distrust -- not exuberance."

7. Diamond: Nations ignore obvious till it's too late, then collapse

The end will be swift. In our age of short-term consumerism and instant gratification, few hear the warnings of our favorite evolutionary biologist, Jared Diamond. Societies fail because they're unprepared, will be in denial till it's too late: "Civilizations share a sharp curve of decline. Indeed, a society's demise may begin only a decade or two after it reaches its peak population, wealth and power." The warnings were everywhere in 2008, but Greenspan, Bernanke and former Treasury Secretary Henry Paulson were in denial: It will happen again with Obama. Downstreaming problems will fail. Future bubbles get too big, crashes more deadly.

Top Hedge Funds Zugang via Panthera Solutions

Für Asset Manager, Vermögensverwalter und HNWI's ist es immer noch schwierig, Zugang zu den weltweit besten Hedge Funds zu erhalten. Entweder sie sind geschlossen, die Einstiegsvolumina zu hoch, oder die eigene Bank/ der Broker erhält keinen Zugang zu den Stars der Branche.



Panthera Solutions unterzeichnete im Dezember ein exklusives Abkommen mit HSBC Monaco (der einzigen Hedge Funds Distribution Exchange in Europa). Panthera Kunden können nun via primary und secondary Market die Branchenbesten (Paulson, DE Shaw, Appaloosa, etc.) einkaufen. Damit werden ua. geschlossene Fonds oder zu hohe Kaufgrößen kein Problem.

Panthera Solutions bietet Ihnen zusätzlich Allokationsberatung an.

Miscellaneous

