



Global-Macro-Potpourri

Nach Fokusanalysen in den vorangegangenen Kommentaren gibt es heute ein allgemeines Update zur Weltwirtschaft. Ein Global-Macro-Potpourri.

Bevor wir mit relevanten Volkswirtschaften starten, ein Wort zu Griechenland.

Wann wird Griechenland endlich aus den Schlagzeilen genommen? Der Fall ist weder kompliziert, noch besitzt er die Tragweite, wochenlang die Titelseiten der Fachpresse zu füllen. Griechenland nimmt nun endlich das Hilfsangebot an, und ist für 1-2 Jahre finanziert. Der Druck des Marktes verkürzte mit 10 jährigen über 8% lediglich die Zeitspanne bis zum ohnehin Notwendigen. Griechenland muss in den kommenden zwei Jahren beweisen, dass es den Vertrauensvorschuss der EUR Partner verdiente und nun bereit ist, in Verwaltung, wie Wirtschaft, Effizienz- und Produktivitätsstandards zu etablieren, die von einer entwickelten Volkswirtschaft erwartet werden können.

Obwohl ich eine [reine Inhouse Lösung \(ohne IMF\) aus Gründen europäischer Selbstachtung bevorzugt hätte](#), kommt die aktuelle Variante ohnehin einer Inhouse Lösung nahe, weil die EU, speziell die Euro Mitglieder nahezu die gesamten EUR 45 Mrd, direkt oder indirekt, via IMF Beitragsanteilen, zu stemmen haben.

Die von [Griechenland zurückzuzahlenden EUR 140 Mrd bis 2015](#) bei einem [GDP \(2009 est.\) von USD 341 Mrd \(= EUR 256 Mrd\)](#) zeigen deutlich, dass die EUR 45 Mrd lediglich Zeit kaufen, aber keine Lösung darstellen. [Bereits Mitte März appellierte ich an Merkel](#), das ökonomisch irrelevante Griechenland als Trigger für eine Reform der Maastricht Kriterien und der progressiven Interpretation des Lissabon Vertrages zu verwenden, um die EU weiter Richtung echter Wirtschafts- und Sozialunion zu entwickeln.

[Wie Mitte Februar ausgeführt](#), war die harte Haltung Brüssels, getrieben von Deutschland, richtig. Griechenland muss ein abschreckendes Beispiel für alle anderen Defizitsünder werden, die nicht den politischen Willen a la Irland aufbringen, um notwendige Strukturreformen, unter unvermeidbaren Schmerzen, durchzuführen. [Tatsächlich haben seit dem Start des Euro zahlreiche Staaten den Pakt nicht eingehalten](#). Wenn die Griechen unzufrieden mit ihren Eliten und ihrer Arbeitsethik sind, haben sie das im Inland zu klären, respektive neu zu erlernen; ihre eingegangene Verantwortung ggü der Währungsunion darf nicht darunter leiden.

Eine harte Haltung ist nur ein Teil der notwendigen Maßnahmen. Ohne eine strukturelle Reform der europäischen Zusammenarbeit verwirkt die Härte ihre Abschreckung ggü anderen Defizitsündern, und verleitet zu Moral Hazard. Einigt sich die EU auf eine verdichtete Integration, mit der das Risiko künftiger Bailouts minimiert wird, kann eine zweite, wahrscheinliche Finanzierungsrunde der Griechen in 2-3 Jahren unter dem Begriff 'Altlasten' akzeptiert werden.

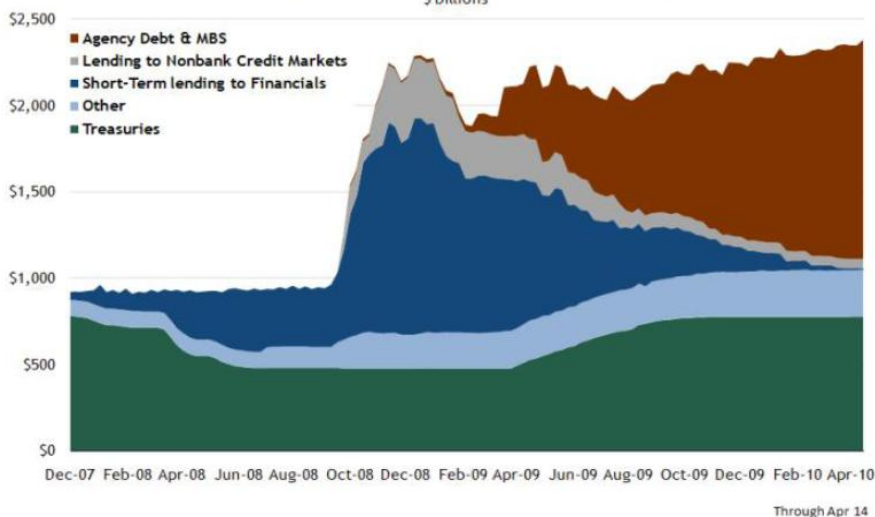
[Am 14.04. war nun endlich von EU Kommissar Olli Rehn zu vernehmen](#), dass er, um ein weiteres Finanzdesaster zu vermeiden, Defizitsünder in der Eurozone abstrafen und die Haushalte der Mitgliedstaaten schärfer kontrollieren will. Der Plan ist bis dato umstritten, doch zu einer neuen EU-Finanzverfassung gibt es keine Alternative. [Bereits am 23.03. stellte er seine Pläne vor](#), wie die Haushaltspolitik aller Mitgliedsländer von Brüssel aus stärker auf die Einhaltung der vereinbarten Der neuerliche, im Maßnahmenbündel ausgeweitete Vorstoß erhält Rückenwind vor dem Hintergrund der Entwicklung in Griechenland. Das europäische Projekt gab sich mit dem Vertrag von Lissabon eine neue, notwendige Operationsgrundlage. [Es ist hoch an der Zeit, sie mit Leben zu füllen](#).

Nun zur Weltwirtschaft. Zur Auffrischung. Ich sehe meinen [hier beschriebenen](#) Mid Case, als wahrscheinlichstes weltwirtschaftliches Erholungsszenario, weiterhin intakt.



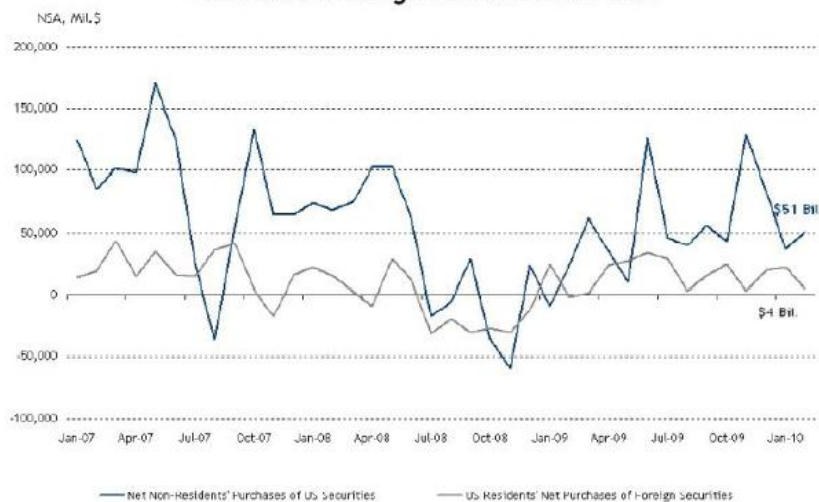
Starten wir in den USA.

Federal Reserve Assets (Uses of Funds)
\$ billions



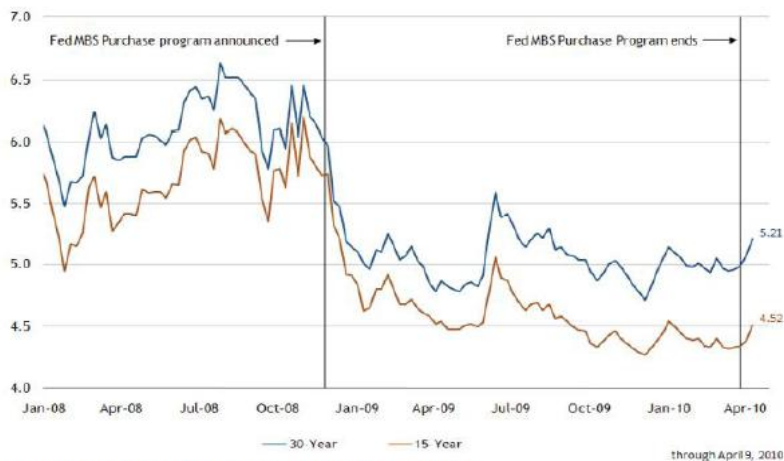
Das aktuelle Balance Sheet der Fed erreichte mit 14. April einen neuen Höchststand von USD 2,4 Billionen. Getrieben von den mit Ende März gestoppten, aber nun in den Folge-wochen eingebuchten Mortgage-Käufen, ist kein kurzfristiger Rückgang in Sicht. Interessant, dass der Posten „Short Term lending to Financials“ nun auf nahe Null zurückgefahren werden konnte. Gleiches gilt für „Lending to Nonbank Credit Markets“. Die Fed kauft seit Sept09 auch keine US Treasuries – ein gutes Zeichen.

Cross-Border Long-term Financial Flows



Die Cross-Border Flows zeigen, dass die Käufer von US Equities und Bonds wieder aus dem Ausland kommen. Im Feb10 kauften non-residents Aktien/Anleihen idH von USD 51,4 Mrd. (net flow). US Investoren ließen sich im gleichen Zeitraum von Auslandsinvestitionen idH von USD 4 Mrd (net flow) überzeugen.

Freddie Mac Primary Mortgage Market Weekly Survey
fixed-rate mortgage rates, percent



Wer glaubte, China sei die Antwort auf die Frage nach den Käufern (von überwiegend US Treasuries), der irrt. Zum vierten Mal in Folge reduzierte China sein US Treasury exposure auf nun USD 877,5 Mrd.

Wie zu erwarten, begannen die Mortgages Rates mit Anfang April zu steigen. Erklärt durch das Auslaufen der Fed Aufkäufe. Der Chart zeigt, dass das Aufkaufprogramm die Rates für 5 Quartale um ca. 1,5% reduzierte. Noch haben die Mortgage Rates kein kritisches Niveau erreicht. [Wie Mitte März gezeigt](#), erwartet der Markt eine Aufwertung von bis zu 200 bps. Kurz, von einem weiteren Anstieg der Rates kann ausgegangen werden.

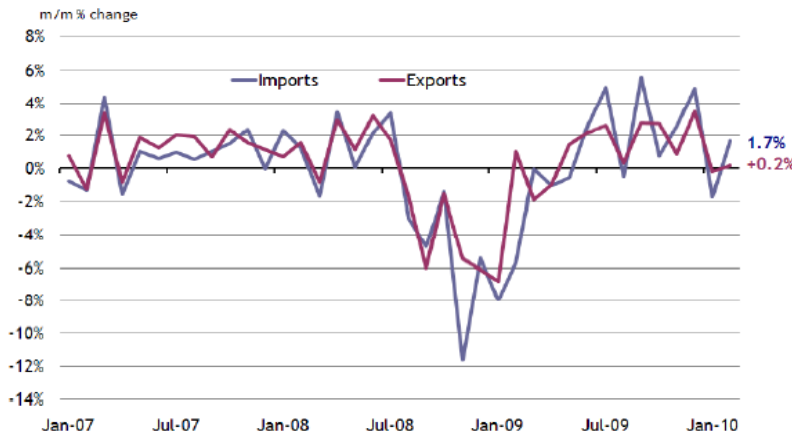
Source: Federal Home Loan Mortgage Corporation/Haver Analytics



Source: Merrill Lynch, CBOE

VIX und MOVE notieren auf niedrigem Niveau. Der VIX wurde zuletzt im Mai 2007 bei unter 16 vermerkt. Der Markt fühlt sich stark und sicher, die Risikoprämien sinken. Ein niedriger VIX war stets ein guter Indikator für eine bearish Umkehrformation. Die Frage ist, gilt die Vola-Spanne der Jahre rund um die Jahrtausendwende, oder jene der historischen Lows Mitte der 90er, respektive zwischen 2005 und 2007. Bei ersterer ist der Umkehr Trigger bei 16 bereits erreicht, bei letzterer sollten wir noch VIX Stände knapp über 10 sehen. No matter what, das niedrige Vola Niveau trotz einer fragilen Recovery ist ein Zeichen zur Vorsicht.

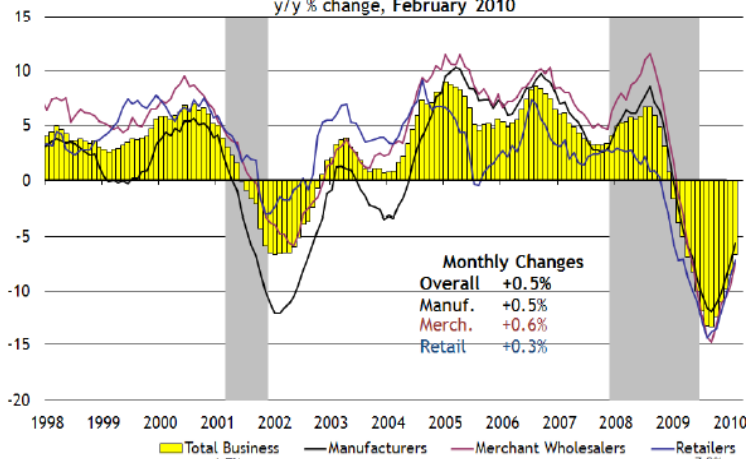
U.S. International Trade



Source: U.S. Bureau of the Census

Kaum verspürt die US Wirtschaft eine Brise frischen Winds (wenn auch künstliche stimuliert und nicht nachhaltig), beginnt sich das Defizit in der Handelsbilanz wieder zu vergrößern. Im Februar notierte es bei USD 39,7 Mrd. Soviel zum Abbau weltweiter Imbalances.

Business Inventories
y/y % change, February 2010



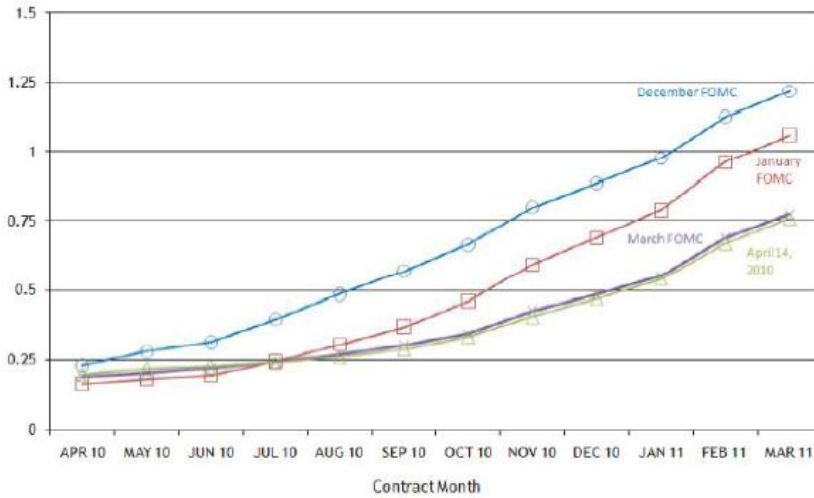
Source: U.S. Census Bureau

*assumes recession ended June 2009

Die US Lagerbestände wachsen weiter an. In allen drei Bereichen (Manufacturing, Merchant Wholesale, Retail) legten sie im Februar YoY zu.

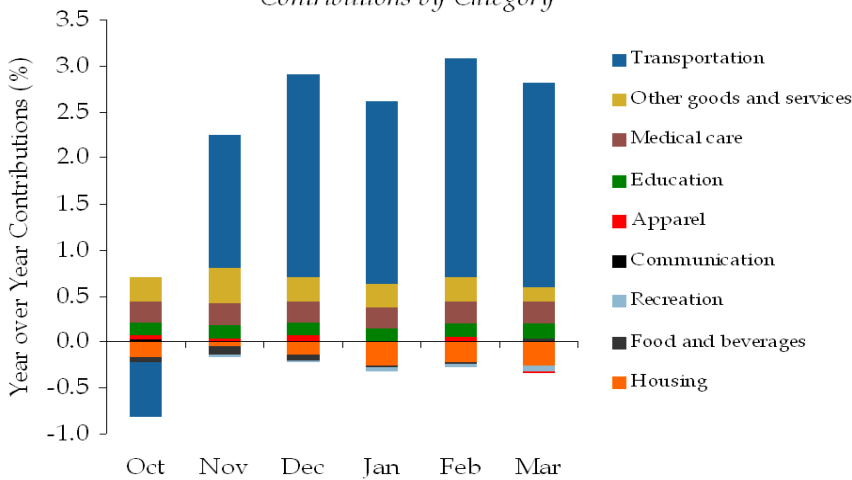


Fed Funds Futures Rates
percent



Der Markt (Fed Funds Futures) preist einen Anstieg der Leitzinsen um 25 bps bis Ende 2010, Anfang 2011 ein. Immer noch sehr optimistisch, wobei deutlich konservativer als noch zu den FOMC Meetings Ende09 und Q1/10. Das 'in die Zukunft verlegen' des ersten Leitzinsanstieges konterkariert das optimistische Market Sentiment und nähert sich der Lage des fragilen Main Street Zustands an.

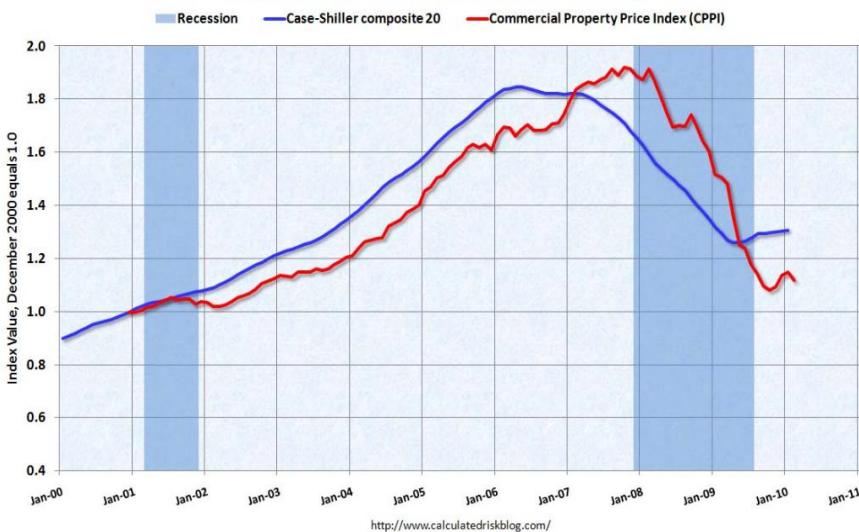
Consumer Price Index
Contributions by Category



Inflationsseitig gibt es weiterhin keinen Druck nach oben. Im Gegenteil. Der März wies die niedrigste Kerninflation seit 6 Jahren aus.

ECONOMICDATA

Comparison of Commercial and Residential Price Changes



US Real Estate sieht kein Anzeichen von Entspannung. Moody's publizierte diese Woche, dass der Moody's/REAL All Property Type Aggregate Index im Februar um 2,6 % gesunken ist. Der Index spiegelt den depressiven Zustand von Gewerbeimmobilien wider.

Moody's wies auch darauf hin, dass der Anteil von "distressed sales" stark angestiegen ist. Waren 2008 nur 4% aller Verkäufe in distress, zählten in 2009 über 20% zu dieser Kategorie. Festhalten. Für 2010 wird von 32% in commercial real estate ausgegangen.

Sollte noch jemand einen Trigger für eine zweite Main Street Konsolidierung benötigen, findet er sie in [US Commercial Real Estate](#).

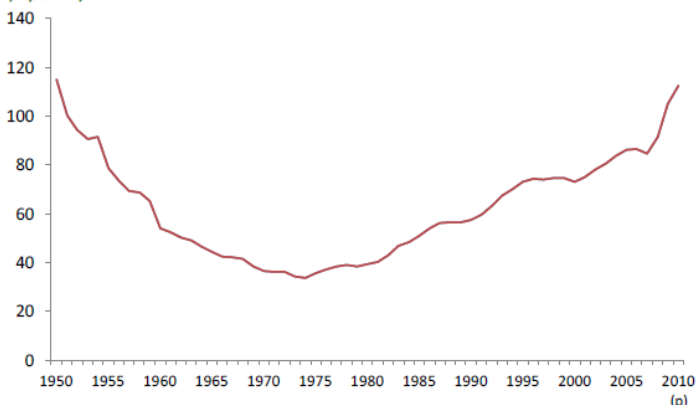


Der IMF gab diese Woche seinen aktuellen [Global Financial Stability Report](#) zum Download frei. Eine wahre Fundgrube für Macro-Analysen. Neben einem klugen Kapitel zu einer weltweit abgestimmten Regulierungsreform, zeigt der IMF auf, wie kritisch sich das public debt/ GDP jener von [Rogoff beschriebenen 90% Marke](#) nähert, ab der sich ein negativer Verschuldungskreislauf in Gang setzt. Anstatt Griechenland als Mutter aller Sovereign Debt Risk Kandidaten darzustellen, sollten wir das big picture ins Zentrum rücken. Das durchschnittliche G7 Sovereign Debt wird 2010 auf über 100% geschätzt. Japan hebt den Schnitt deutlich an. Doch auch die USA und Großbritannien, beide vor der Krise noch deutlich unter 50% gelegen, zeichnen in ihren mittelfristigen Budgetverläufen [eine Linie nahe der 80% Marke](#). IMF benennt die aktuelle Lage, "Phase IV" im Krisenverlauf. Der Chart rechts ist selbsterklärend.

Wie angespannt und fragil die US Lage weiterhin ist, zeigt der Chart rechts unten. Die beiden zentralen Ursachen Subprime RMBS und Commercial MBS erhalten seitens des IMF kein Zeichen der Entwarnung. Trotz aller Hilfsmaßnahmen bleibt auch die Situation Financial Institutions kritisch.

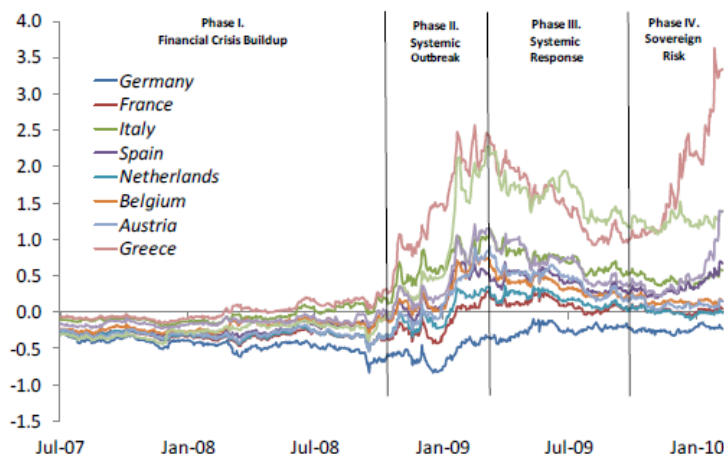
Figure 1.10 (unten) weist darauf hin, wie sensibel Emerging Markets auf westliche CDS Eruptionen reagieren. Risk Decoupling muss warten.

Figure 1.4. Sovereign Debt to GDP in the G-7 (In percent)



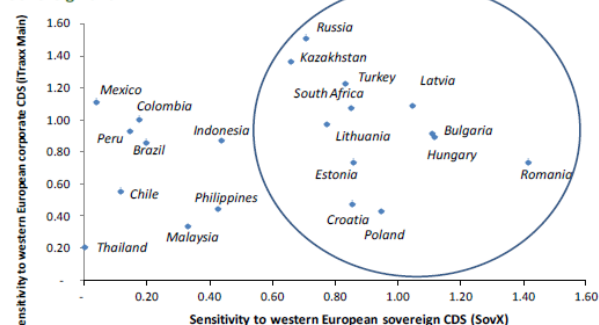
Source: IMF, World Economic Outlook database.
Note: Average using PPP GDP weights.

Figure 1.7. The Four Stages of the Crisis (Ten-year sovereign swap spreads, in percent)



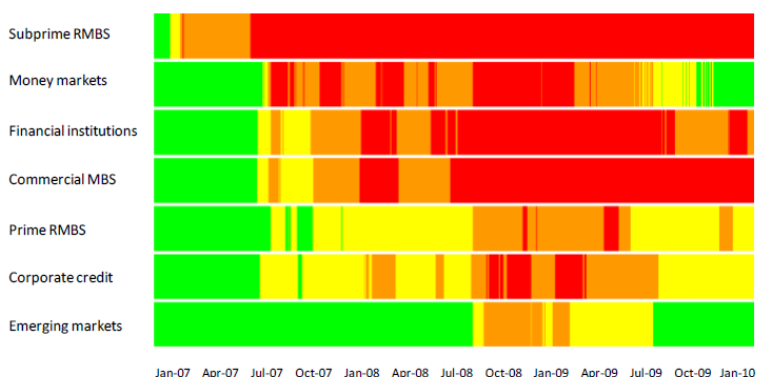
Source: Bloomberg L.P.

Figure 1.10. Regional Spillovers from Western Europe to Emerging Market Sovereign CDS



Sources: Deutsche Bank; and IMF staff estimates.
Note: Sensitivities of sovereign CDS captured by regression betas estimated from daily spread changes between Oct. 2009 to Feb. 2010 in joint regression, using the ITraxx Main Index and a reweighted SovX-Western Europe index that matches geographic profile of ITraxx Main.

Figure 1.3. The Crisis Remains in Some Markets as Others Return to Stability



An dieser Stelle will ich positiv anmerken wie wertvoll die Studien, Papers, und Reports von IMF und Weltbank in den letzten 24 Monaten waren. Sei Strauss-Kahn die Intention der Eigenvermarktung seiner Institution nachgesehen, die publizierten Stellungnahmen enthalten wertvolle Anhaltspunkte zur Evaluierung der Weltwirtschaft.

Im nächsten PS Commentary kommt es zur Fortsetzung des Global-Macro-Potpourri's, mit speziellem Fokus auf Japan.

written by ©
Markus Schuller