



## Willkommen im Land der Realisten

Nach mühsamem Anschreiben gegen die Überbewertung von Griechenland's makro-ökonomischer Relevanz und die überzogenen Recovery Erwartungen in Europa und Nordamerika, nahm ich die Refokussierung auf die tatsächlichen Baustellen der Weltwirtschaft seitens der Investment Community und der Medien wohlwollend zur Kenntnis. Bevor wir in die Welt der Indikatoren eintauchen, hier ein kurzer Abriss zum Makrobild. Meine Analyse bestätigt den [Anfang Jänner formulierten Mid-Case](#) weiterhin als wahrscheinlichsten Konjunkturverlauf.

In „[Suchbildrätsel Weltwirtschaft I](#)“ zum Jahresanfang schrieb ich:

*„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.“*

Exakt in dieser Übergangsphase befinden wir uns nun. Geschockt von der Strenge und Kompromisslosigkeit des Marktes (siehe Austesten des politischen Commitments im Falle Griechenlands), befasst sich die Politik nun mit

- ❖ populistischer Stimmungsmache gegen Spekulanten und themenverfehlenden Regulierungsschritten a la 'Naked Short Ban' in Deutschland (nothing wrong mit dem Verbot von Naked Short Selling. Stimme zu, dass dieser Mechanismus nicht benötigt wird, um Markteffizienz zu erhöhen. Doch sollte das Verbot professionell umgesetzt sein. Im Falle Deutschlands wurde selbst die BaFin von den Regierungsplänen überrascht.
- ❖ notwendigen Sparprogrammen nach den massiven Stimuli-Paketen 2008 und 2009
- ❖ verstärkten Bemühungen zu internationaler Koordination.

Während a) reine Zeitverschwendung darstellt, basieren b) und c) auf notwendigen Einsichten. Doch Notwendigkeiten haben ihren Preis.

b) ist eng mit der ohrenbetäubenden Hysterie um den EUR verwoben.

Ein Wort zur EUR-Hysterie. Wir sollten den Griechen dankbar sein für ihre Schlitzohrigkeit in der kreativen Buchführung und Ausnutzung der Ineffizienzen im Maastricht Vertrag (günstige Kreditfinanzierung durch EUR Mitgliedschaft). Unsere hellenischen Freunde schufen einen aktuellen Showcase für die von mir oftmals zitierte Rogoff Studie „[This Time Its Different](#)“ und seine Ausführungen zu einem selbst-referentiellen Teufelskreislauf ab einer bestimmten Verschuldungshöhe (public debt/GDP).

Durch Griechenlands marginale ökonomische Relevanz konnte der Rest der Welt am Beispiel lernen. Spanien, Italien, Portugal, selbst Frankreich sind beispielhaft genannte Länder, die binnen weniger Wochen schmerzliche Ausgabenkürzungen verabschiedeten. Zwar werden spekulative Kräfte gegen den EUR dafür verantwortlich gemacht, doch hoffe ich auf 'the wisdom of crows', auf die Weisheit der Vielen, die diese populistische Erklärungsfinte durchschauen. Denn ein Zurückführen der mit Krediten gegenfinanzierten Stimuli-Pakete war stets mit Sparprogrammen gleichzusetzen. Woher also die Überraschung?

So notwendig die Sparprogramme für die langfristige Solvenz der Länder sind, so giftig sind sie für das zarte Pflänzchen der bisher künstlich stimulierten Konjunktur. Ich wies bereits seit Sommer 2009 darauf hin, dass sich Staaten bald zwischen Kreditrating und Ausgabenprogrammen entscheiden müssen.

[Hier ein Auszug:](#)

*„Bei einer Zuspitzung der Situation ob weitere/weitergeführte Sozialprogramme oder Schutz des Kreditratings, gehe ich davon aus, dass sich die Staaten für das Kreditrating entscheiden müssen. Diese Entscheidung wird IMHO der Auslöser für das zweite leg des W's sein.“*

An diesem Punkt stehen wir jetzt. Liebe Optimisten, willkommen retour in der Welt der Realisten.



Weil deflationäre Tendenzen sowohl in den USA als auch in Europa weiter dominieren, ist von einer Leitzinserhöhung in 2010 nicht zu denken. Die Kombination aus spendierfreudigen Notenbanken, Sparprogrammen der Regierungen, verunsicherten Konsumenten der alten Welt und boomenden Emerging Markets wird in Summe einen volatilen Bodenbildungsverlauf im Konjunktur-Sinus (bei unterschiedlichen Amplituden je Region) ergeben.

Weshalb im Westen noch kein nachfrageseitig stimulierter Aufschwung einsetzen kann, [führte ich Mitte März](#) aus.

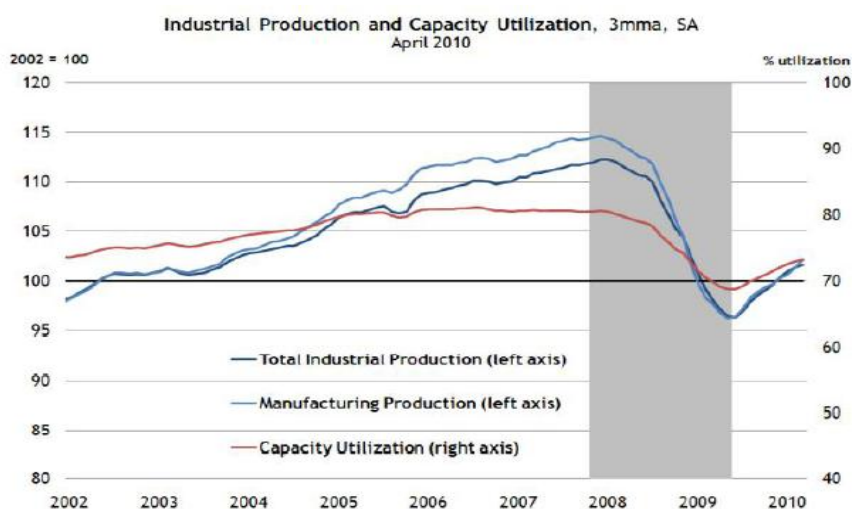
Kurz, Strukturreformen brauchen eben Zeit. Zwar konnte zB die USA mit Healthcare-Reform und der nun in der abschließenden Phase befindlichen FinReg (gute [Zusammenfassung des aktuellen Standes von David Tate](#)) erste Erfolge in der soliden Grundsteinlegung des nächsten Aufschwunges erzielen, im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit greifen die gesetzten Reformen hingegen nur langsam. Das anspringende Handelsbilanzdefizit bei Einsetzen (stimulierten) Wachstums zeigt, dass die Strukturineffizienzen in den USA noch nicht ausreichend bearbeitet wurden. Obama erkennt die Ambivalenz der Situation und [forciert nun einen Mini-Stimulus von bis zu USD 200 Mrd](#) - den Bedarf an Stützung erkennend, die klammen Kassen berücksichtigend. Weil Neuland für alle (Regierungschefs, Berater, Wirtschaftstreibende, Investoren) wird die Fair-Value-Findung sowohl für Main-, wie für Wall Street volatil werden.

Ad c) Dani Rodrik (Harvard Professor) [fasst die aktuelle Herausforderung der Regierungen in der supra-nationalen Zusammenarbeit wie folgt zusammen](#):

*„In ihrem Kern ist die Krise ein weiterer Beleg für das Phänomen, das ich "das politische Trilemma der Weltwirtschaft" nenne: wirtschaftliche Globalisierung, Demokratie und der Nationalstaat sind nicht miteinander vereinbar. Wir können höchstens zwei gleichzeitig haben. Die Geschichte der Weltwirtschaft verdeutlicht dies: Das erste Zeitalter der Globalisierung, das bis 1914 andauerte, war nur so lange erfolgreich, wie Wirtschafts- und Geldpolitik von innenpolitischen Ansprüchen unberührt blieben. Diese Politik konnte sich ganz den Anforderungen des Goldstandards und der freien Mobilität des Kapitals unterwerfen. Doch sobald das Wahlrecht ausgeweitet wurde, organisierte sich die Arbeiterklasse, Politik für die Massen wurde zur Norm - und wirtschaftliche Ansprüche im Inland begannen, mit externen Regeln und Beschränkungen zu konkurrieren.“*

Als kosmopolitisch denkender und lebender Mensch, ist für mich eine weitere Optimierung in Richtung der beiden Dreiecks-Punkte GLOBALISIERUNG und DEMOKRATIE vollends ausreichend.

Nun zu den US Indikatoren.



Kapazitätsauslastung weiterhin gering. Kein Inflationsdruck.

Source: Federal Reserve Board

written by ©

Markus Schuller

www.panthera.mc



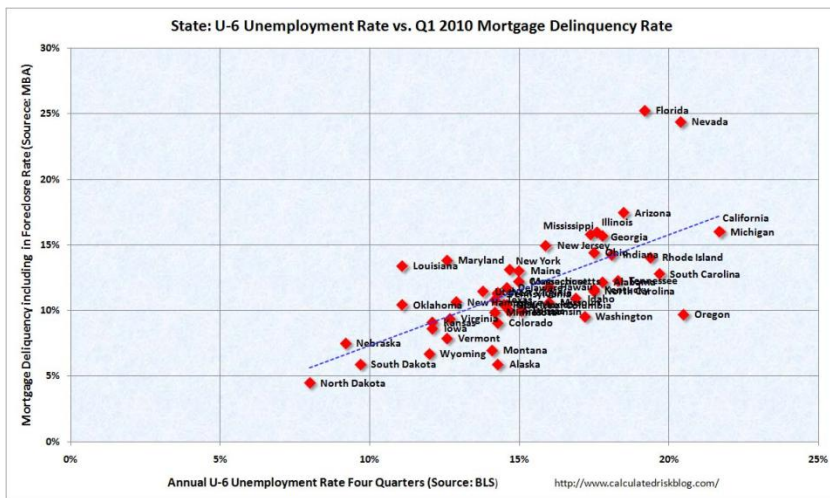
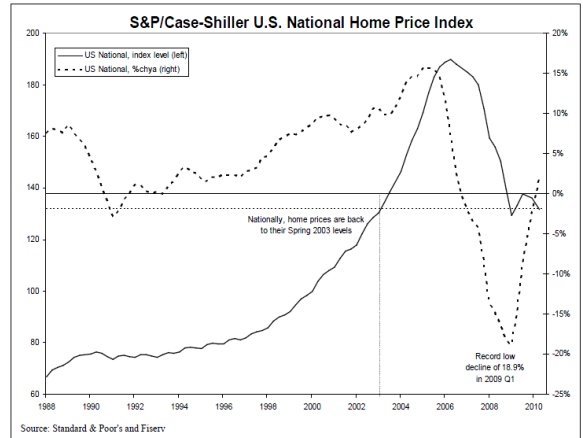
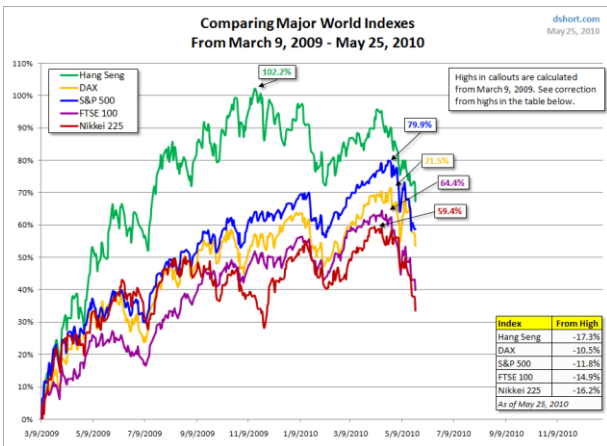
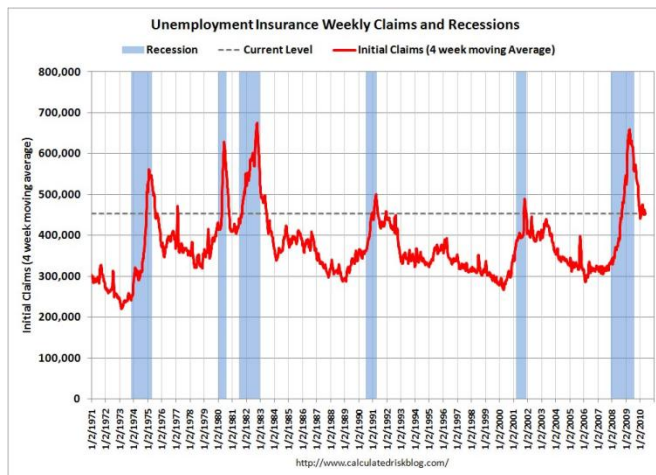


Chart Above  
[The First Quarter of 2010 Indicates Some Weakening in Home Prices](#)

Chart Left  
[Unemployment Correlation with Mortgage Delinquency](#)

Chart Below  
[CBO: Stimulus raised GDP 1.7% to 4.2% in Q1](#)



		Change Attributable to ARRA, GDP change (percent)	
		Low Estimate	High Estimate
2009	Q1	0.1	0.1
2009	Q2	0.9	1.5
2009	Q3	1.3	2.7
2009	Q4	1.5	3.5
2010	Q1	1.7	4.2
2010	Q2	1.7	4.6
2010	Q3	1.4	4.2
2010	Q4	1.1	3.6

DOL reports on weekly [unemployment insurance claims](#): In the week ending May 15, seasonally adjusted initial claims were 471,000, an increase of 25,000 from the previous week's revised figure of 446,000. The 4-week moving avg was 453,500, an increase of 3,000 from the previous week's unrevised avg of 450,500.



written by ©  
Markus Schuller

**Panthera Solutions. Ihr Partner für**  
 + Alternative Portfolio Consulting  
 + Hedge Fonds Access & Selektion & Monitoring  
 + Makro & Themenanalysen  
 + Alternative Investment Deal Brokerage & Strukturierung  
 + Alternative Investment Vorträgen & Seminaren