

Faktencheck. Wie gut waren die PSC Analysen in 2011?

Jahreswechsel stellen sich regelmäßig mit zahlreichen Rück- und Ausblicken ein. Für einen Makro-Kommentar wie dem PSC bietet sich die Gelegenheit einer Leistungsschau über die Validität der im Verlauf des Jahres 2011 getätigten Analysen. Hierfür werden die konkludierenden Essenzen der einzelnen PSCs herangezogen (linke Spalte) und mit dem tatsächlichen Verlauf abgeglichen (rechte Spalte).

Die Begründungen zu den Essenzen finden Sie in den jeweiligen PSCs – bitte entsprechender Verlinkung folgen. Essenzen beginnen mit dem PSC #3, weil PSC #1 und #2 Zusammenfassungen der Assetklassen-Performances von 2010 darstellen.

PSC Essenzen	PSC #	Analyse	Bemerkung
„Der weltweite M&A Markt gewinnt 2011 weiter an Fahrt. EM M&A bleibt überwiegend domestik, US M&A orientiert sich an Übernahmezielen in den EMs. Europa hat nicht nur den größten Aufholbedarf, sondern auch das größte Aufholpotenzial.“	#3/11 Seite 4	Korrekt	M&A gewann tatsächlich weiter an Fahrt und setzte die 2010 eingeleitete Turnaround-Bewegung fort (Cross border deals +5,5% YoY). Speziell Q2/2011 wurde zum positiven Outlier. In der zweiten Jahreshälfte nahm das Momentum deutlich ab. EM gewannen wie erwartet als Deal-Destinationen zunehmend an Bedeutung.
(Ein PSC wider dem positiven US Sentiment Anfang 2011) „Immobilien, Konsument, Arbeitsmarkt. Drei sind genannt, die einem stabilen Aufschwung im Wege stehen.“	#4/11 Seite 3	Korrekt	Immobilien in den USA blieben 2011 hindurch ohne Anzeichen eines Turnarounds. Im Gegenteil: hier , hier und hier . Konsumenten setzten in 2011 ihr notwendiges Deleveraging fort. Im Jahresverlauf wandelten sie sich von einem belastenden zu einem neutralen Makro-Faktor. Weiterhin volatiles, weil fragiles Consumer Sentiment: hier , hier und hier . Arbeitsmarkt verharrte von Q1-Q3 auf hohem Niveau und erhobte sich erst im Q4 zaghaft (auch dank hoher Drop-Out Rate): hier , hier , hier und hier .
„Gehen wir also in unserer Analyse der Strukturdefizite von einer Anhebung der Verschuldungsobergrenze aus und sehen uns nun die mittelfristige Verschuldungssituation in den USA an.“	#5/11 Seite 1	Korrekt	Die Verschuldungsobergrenze wurde in den USA am 2. August , wenige Stunden vor der faktischen Zahlungsunfähigkeit, angehoben.



Es gibt **hunderte** gute Trading-Kandidaten – und **ein** Tool, das sie alle findet.

- Überwachung von Aktien, Indizes, Rohstoffen und Währungen
- Erkennung aller gängigen Chartmuster, Kerzenformationen & Trading-Strategien
- Darstellung von Chartsignalen und Kurszielen im Realtime-Push
- Möglichkeit, nur nach den Signalen suchen zu lassen, die zum eigenen Trading-Stil passen (Anlagehorizont, Renditeerwartung, Werte, Markterwartung)

Jetzt **kostenlos** BasicMember von GodmodeMembers werden und mit dem Pattern Scout täglich lukrative Trading-Kandidaten finden: www.godmode-trader.de/members

PSC Essenzen	PSC #	Analyse	Bemerkung
„Kurz, Steuererleichterungen und Kriege/ Militärausgaben waren für 2/3 der Schulden verantwortlich. In der Retrospektive sollte nun auch den damaligen Zweiflern klar sein, wie falsch sie mit ihrer Kritik am zu großen Recovery Act 2009 (ARRA) lagen. Die USD 719 Mrd klangen nach viel, waren aber im Verhältnis zu wenig. Doch blieben wir einsame Rufer. Anyway. Merken wir uns Steuern und Militär als Anknüpfungspunkte zur Reduktion des Budgetdefizites vor.“	#6/11 Seite 2	Korrekt	<p><u>Verteidigungsbudget.</u> Vollständiger Abzug aus dem Irak mit Dezember 2011, Aufgabe der Doppelschlag-Kapazität ab Budget 2012 (inkl Reduktion der Truppenstärke von 570k auf 490k bis 2020) und gleichzeitiger Verteidigungsbudgetkürzungen idH USD 489 Mrd, über die nächsten 10 Jahre, bestätigen die PSC Analyse vom Mai 2011 (#6/11). Hinzu könnten noch Kürzungen idH von USD 600 Mrd. über 10Y kommen, sollten die automatischen Sanktionen bei einem Scheitern des Super-Komitees greifen. Eben jenes scheiterte im November. Sofern Obama für seinen im Februar erwarteten Vorschlag für das 2013er Verteidigungsbudget keine Zustimmung der Republikaner erlangt, bleibt es bei den autom. Sanktionen, also +600 Mrd über 10Y an Einsparungen in Militärausgaben.</p> <p><u>Steuern.</u> Die automatischen Sanktionen greifen auch in das US Steuersystem ein. Die Aufgabe des Super-Komitees war, zumindest USD 1,2 Billionen über 10Y einzusparen. Die Demokraten boten ein umfangreiches USD 3 Billionen Paket an, USD 1,3 Bln davon finanziert durch Steuererhöhungen. Für die Republikaner war jede Form von Steuererhöhungen tabu, obwohl die Abgabenquote auf einem historischen Tief notiert und Reiche ggü der Mittelschicht stark bevorzugt. Aufgrund des ergebnislos endenden Verhandlungsmarathons des Komitees, greifen ab 2013 automatische Kürzungen idH von 8-10%, je nach Budgetposten.</p>
„Obama fände noch ausreichend Sparpotenzial im Militärbudget vor, ohne die militärische Vormachstellung des Landes zu gefährden.“	#6/11 Seite 3	Korrekt	Siehe Begründung oben (#6/11 Seite 2)
(fehlende US Infrastruktur-Investitionen) „Wurde das Underinvestment in Infrastruktur seitens der aktuellen US Regierung zumindest erkannt? Die Frage kann bejaht werden. Wird nun entsprechend gegengesteuert? Diese Frage darf verneint werden. Zusammengefasst: too little, almost too late. Obama bemüht sich Mittel in die richtige Richtung zu allokiieren, kommt aber kaum voran.“	#7/11 Seite 3	Korrekt	Diese PSC Schlussfolgerung wurde im Juni 2011 gesetzt. Im September versuchte Präsident Obama neuerlich, gegen das Underinvestment anzugehen, indem er mit dem AJA (American Jobs Act) einen Arbeitsmarkt- & Infrastrukturstimulus idH von USD 447 Mrd. zu setzen versuchte. Der AJA erhielt aber in der Senatsabstimmung im Oktober nicht die notwendige Mehrheit. Unter großer Anstrengung konnten sich beide Parteien kurz vor Weihnachten über eine 2-monatige Verlängerung der Ende 2011 auslaufenden Lohnsteuerreduktion verständigen. Der November 2012 lässt grüßen.
„Man darf gespannt sein, wann Europa endlich einsieht, dass Griechenland, Irland und Portugal eine geordnete Form des Defaults benötigen.“	#7/11 Seite 3	Too Early To Tell	In Griechenland ist die Einsicht weit fortgeschritten. Bis Ende Jänner soll die freiwillige Beteiligung an einem Schuldenschnitt für private Investoren idH von > 50% ausverhandelt sein. Doch die Trägheit in der Umsetzung der Strukturreformen lässt den IMF zweifeln , ob selbst dieser Schritt den Griechen ausreichend Spielraum ermöglichen würde.
Zusammengefasste Aussage, dass Österreichs Top 5 Banken ihr Partizipationskapital 2011 nicht zurückzahlen beginnen.	#8/11 Seite 3	Korrekt	Mit dem gestiegenen Eigenkapitalbedarf (EBA Stresstest-Konsequenz) und den höheren Abschreibungen auf Osteuropäische Töchter, wurde der Rückzahlungsbeginn für das erhaltene Partizipationskapital auf unbestimmte Zeit verschoben.

PSC Essenzen	PSC #	Analyse	Bemerkung
„Mit einer soliden Recovery in Emerging Europe (IMF schätzt 4,3% für 2011 und 2012), sollte die Risikovorsorge weiter abnehmen. Selbst in Österreich ist eine moderate Erholung im Kreditgeschäft zu verzeichnen.“	#9/11 Seite 3	Nicht Korrekt	Die konsolidierten Kreditrisikokosten waren zwar bis Mitte 2011 weiter rückläufig . Doch politische Unwägbarkeiten (ie Ungarns FWK Initiative), erhöhter Druck auf Bilanzsummenreduktion (ie EBA Stresstest Konsequenz) und die allgemeine Eintrübung des CEE Konjunkturklimas , ließen die großen Häuser in Österreich massive Wertberichtigungen vornehmen.
„Wichtiger als das verlautbarte Szenario-Ergebnis des Stresstests ist folgendes: mit den 3000 Datenpunkten pro Institut kann die EBA nun beliebig viele Schuldenschnitt-Szenarien für die PIGs und die Auswirkungen auf das europäische Bankensystem durchführen.“	#9/11 Seite 3	Korrekt	Die Aussage war auf Stresstest #2 im Juli 2011 bezogen. Tatsächlich dienten die gesammelten Daten als Grundlage für weitere Szenarienberechnungen. Diese Ergaben den Bedarf für einen Test von Systembanken im Herbst 2011 (Ergebnis lag Anfang Dezember vor).
„McKinsey erwartet für das LCR eine Finanzierungslücke idH von EUR 1,3 Billionen (!) in kurzfristig liquidierbaren Assets in den Aktiva von Europäische Banken. Gut für Staatsanleihen – ein Schlemmer hier Hintergedanken hegt - schlecht für Banken. Hier könnte die Konzentration des österreichischen Marktes zum Nadelöhr werden.“	#9/11 Seite 3	Too Early To Tell	LCR Niveau von > 1 muss erst mit 2015 erreicht sein.
„Übrig bliebe nun, die Behandlung der Symptome einzustellen, und sich in einem Kraftakt auf die Behebung der Strukturdefizite zu konzentrieren. Der unverantwortliche Verlauf der Verhandlungen zur Erhöhung der Schuldenobergrenze zeigte deutlich, wie gering das Problembewusstsein eines strukturellen Wettbewerbsnachteils derzeit noch ist. Präsident Obama benennt zwar seit seinem Wahlkampf die richtigen Themen, setzt die richtigen Reformagenda (Healthcare Reform, Green Energy Initiative, etc), doch deren Umfang, respektive Wirkungsgrad in der Umsetzung ist marginal.“	#10/11 Seite 1	Korrekt	Siehe Erklärung zu Punkt #7/11 Seite 3 (fehlende Infrastrukturinvestitionen).
„As said, ohne Zweifel stehen die Griechen in der Verantwortung für ihr Verhalten. Ich ergänze in diesem PSC: aber nicht nur sie. In Griechenland verdienten europäische Banken und Unternehmen gut an der Konsumorientierung und den durch Zypern stets gerechtfertigten, überproportional hohen Militärausgaben.“	#11/11 Seite 2	Korrekt	Als beispielhaft für die Doppelmoral der großen Länder der Eurozone gelten die immer noch aufrechten, großzügigen Waffenlieferungen .
„Wäre ein 50%iger Haircut ein Problem? Nur mehr für wenige, aber systemrelevante Banken und Versicherungen, wie zum Beispiel BNP Paribas und Deutsche Bank. Beide schrieben bisher lediglich die geforderten 21% auf ihren Bestand ab. Die Allianz hingegen schrieb seine bereits stark verminderten Griechenland Positionen im Q2/2011 um mehr als 50% ab. Die Müncher Rück ebenso. Auch die DZ Bank schrieb in Q2 auf Marktwerte ab.“	#11/11 Seite 3	Korrekt	Im Oktober einigten sich Griechenland und der IFF (Internationaler Bankenverband) auf einen freiwilligen Schuldenschnitt idH von 50% . Der IFF kann zwar seine Mitglieder nicht zur Zustimmung zwingen, doch würde deren Vorsitzender, Josef Ackermann, nicht eingewilligt haben, wäre er sich nicht sicher, dass diese Höhe mehrheitlich darstellbar sein wird.

PSC Essenzen	PSC #	Analyse	Bemerkung
„Um eine Volkswirtschaft robuster ggü externalen Einflüssen, deren Wachstumszyklen länger und das Potenzialwachstum höher zu gestalten, ist eine Berücksichtigung der Inequality-Erkenntnisse in der derzeitigen Strukturreform-Diskussion der Eurozone von Relevanz.“	#12/11 Seite 3	Too Early To Tell	Zwei relevante Publikationen Anfang Dezember (Carmen Reinhart & Bank of England) zeigen den Weg: ein Bretton Woods Neu steht wahrscheinlich an. Damit verbunden wäre eine fließende Geldentwertung. Wollten Politiker tatsächlich den Inequality Trend umkehren, stünde ihnen hiermit eine, auf Sicht von Generationen, einmalige Chance offen. Man darf gespannt sein.
Die neuerliche US Rezession klingt nach einem unabänderlichen Zukunftsverlauf. Ist dem so? Sehen wir uns mit Hilfe einer Serie von Charts den aktuellen Zustand der US Volkswirtschaft an. [...] In diesem wahrscheinlichen Szenario wäre selbst eine neuerliche Rezession in den USA a) von relativ kurzer Dauer und b) in ihrer Tiefe keinesfalls vergleichbar mit 2008/09. Ob sie kommt hängt nun von einer raschen Umsetzung von Obama's AJA, dem Sentiment Impact von Bernanke's Twist und der Europäischen Lösungskompetenz ab. Doch selbst bei einem kurzzeitigen Eintauchen in die Rezession, würden wir wohl kaum einen Impact auf die Arbeitsmarktzahlen und die Konsumentennachfrage sehen.	#13/11 Seite 3	Korrekt	In Q4 stabilisierte sich die Lage in den USA. Arbeitsmarktdaten, Industrieproduktion, Handelsbilanz und Konsumverhalten indizieren leichtes Wirtschaftswachstum. Statt Rezession steht „Muddle Through“ am Programm. Der PSC #13 wies korrekt auf die zu negative Markterwartung hin.
Zusammenfassung der notwendigen, aber ausständigen Strukturreformen in Italien.	#14/11 Seite 3	Korrekt	Die Anfang November im PSC genannten Strukturreformen decken sich mit dem Programm des neuen Premiers Monti , dass er Mitte Dezember durch die zwei Kammern des Parlaments brachte.
Ob Italien mit oder ohne Berlusconi in die Umsetzung geht, ist nicht von entscheidender Relevanz. Das politische System Italiens muss sich nun unmittelbar als handlungsfähig erweisen.	#14/11 Seite 3	Korrekt	Einen Tag nach Veröffentlichung des PSCs trat Silvio Berlusconi zurück. Sein Nachfolger sprach von der Notwendigkeit unmittelbarer Handlungsfähigkeit der italienischen Politik .
Zusammengefasst die ECB ist ein entscheidender Teil der Lösung, aber nicht via dem Kauf von Staatsanleihen im großen Stil.	#15/11 Seite 5	Korrekt	Der neue ECB Präsident ist kreativen Formen der Bankenfinanzierung nicht abgeneigt (siehe EUR 489 Mrd Tender für 3 Jahre zu 1%), wehrt sich aber lautstark gegen eine Ausweitung der direkten Staatsanleihen-Käufe.
4 Ansatzpunkte zur Kombinationstherapie	#15/11 Seite 5	Too Early To Tell	Im ersten Halbjahr 2012 wird sich abzeichnen, ob die vier im PSC formulierten Eckpunkte einer Lösung Anwendung finden.
Der Druck des Marktes zur Erzwingung von Strukturreformen ist nur eine temporäre Lösung. Dauerhaft hat er von einem Vertragsmechanismus mit zum Teil automatischen Sanktionen abgelöst zu werden – weil demokratisch legitimer darstellbar. Unmöglich, weil UK einer Fiskalunion niemals zustimmen würde? Als ultima ratio gilt: es wäre nicht das erste Mal, dass eine kleinere Gruppe an Mitgliedsländern vorangeht.	#15/11 Seite 5	Korrekt	Zwei Wochen nach der PSC Publikation bestätigte Premier Cameron auf eindrucklich stümperhafte Weise, wie richtig die ultima ratio Einschätzung war.

Wie können Sie neben dem kostenlosen PSC von unserem Research profitieren?
 Ordern Sie Spezialanalysen zu Ländern, Sektoren oder Asset Klassen und erhalten Sie hochwertige Entscheidungsgrundlagen.

UNABHÄNGIG | AKRIBISCH | ANWENDBAR