

Wie klein doch die Gruppe derjenigen geworden ist, die in der gegenwärtigen Markterholung lediglich eine Inventory- & Liquiditätsgetriebene (Stimuli + Money Market + Sentiment) Bärenmarkttraly sehen. Immer mehr Investoren und Marktbeobachter trauen ihren eigenen Analysen nicht mehr und geben sich dem Trend der Erholungsoptimisten hin. Eine Auswahl der kleiner werdenden Gruppe an Skeptikern gefällig? [Norbert Walter](#), [Dieter Wermuth](#), [Nouriel Roubini](#), [Bill Gross](#) und ich. Selbst [Maestro Greenspan calls the top](#). Gewagter Gruppenvergleich und doch zutreffend.

In meinem letzten Makro Update vom 07.09. meinte ich „Der Markt scheint nun die Fragilität seines Optimismus zu erkennen.“ Seitdem laufen wir in einem 5% Band seitwärts (S&P 500 zwischen 1022 und 1077). Hat sich das makro-ökonomische Gesamtbild in den letzten drei Wochen geändert? Nein.

Investoren betrachten zur Zeit lediglich die G&V der Weltwirtschaft, verweigern jedoch den Blick auf die Bilanz. Die Welt G&V ist getrieben von billigem Geld – dem USD Carry Trade. Gestützt von innovations- & spendierfreudigen Notenbanken, ist es nicht verwunderlich, dass Banken operativ Gewinne schreiben und der M&A Markt erste Lebenszeichen von sich gibt.

Doch sollten wir uns nicht von positiven GDP Raten in Q3 und Q4 blenden lassen. Diese Zwischenerholung war absehbar (siehe Begründung in Kommentaren vom 23.07. und 19.08.). Sie ist kein Anzeichen für ein Ende der Krise. Die strukturellen Probleme (zB Bankbilanzen, Global Imbalances, Geared Consumer) können nur durch ein Aufräumen der Welt Bilanz, heißt durch strukturelle Reformen und dem Faktor Zeit abgebaut, respektive bereinigt werden. Mit Nassim Taleb ausgedrückt ([Toronto Globe & Mail Interview](#) Sept 13th):

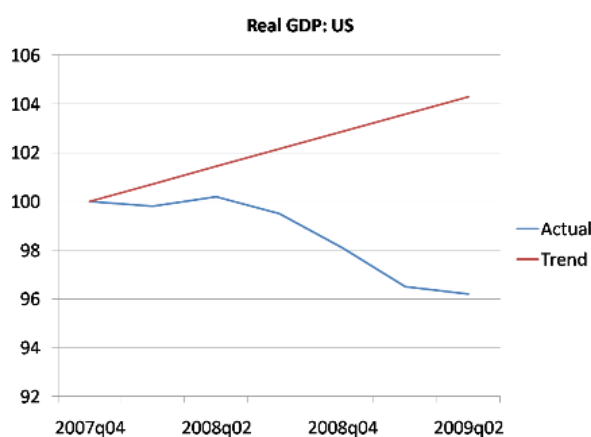
*[The problems are] all still here. Today we still have the same amount of debt, but it belongs to governments. Normally debt would get destroyed and turn to air. Debt is a mistake between lender and borrower, and both should suffer. But the government is socializing all these losses by transforming them into liabilities for your children and grandchildren and great-grandchildren.*

*What is the effect? The doctor has shown up and relieved the patient's symptoms - and transformed the tumour into a metastatic tumour. We still have the same disease. We still have too much debt, too many big banks, too much state sponsorship of risk-taking.*

Wie steht es also um die Strukturreformen? Das G20 Meeting in Pittsburgh war konstruktiv. Es ebnete den Weg sowohl für weltweite Finanzmarktreformen, als auch für überfällige Strukturreformen weltweiter Kooperationsmechanismen. Mehr dazu im nächsten Kommentar.

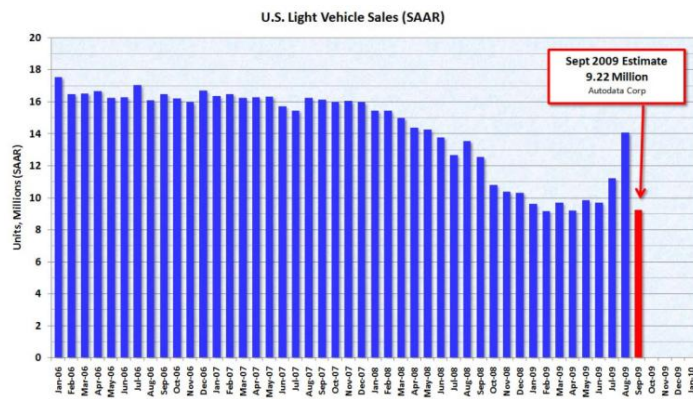
Heute ein Update zu US Economy und US Consumer.

## US Economy



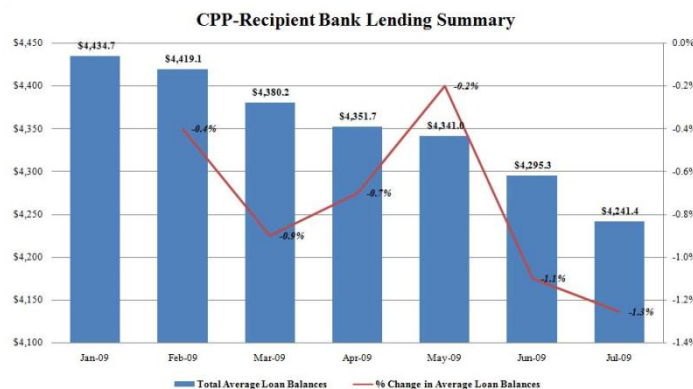
Einer [Berechnung von Paul Krugman](#) folgend, liegt die USA im Q2/09 signifikante 8% unter ihrem Potenzialwachstum. In Geldwert sprechen wir über mehr als USD 1 Billion an nicht genutzter Output Kapazität. Selbst ein moderates Wachstum in Q3 & Q4 wird das Output-Gap nicht verkleinern. Die produzierenden US Unternehmen bauen kontinuierlich ihren Lagerbestand und Auftragsüberhang ab. [So fiel der Auftragsbestand für langlebige Industriegüter im August um 0,4% - zum 11. Mal in Folge. Der Lagerbestand fiel um 1,3% - zum 8. Mal in Folge.](#) Beide kennzeichnen normale und wichtige Prozesse in Rezessionen.

Beide zeigen uns aber auch, dass Industrieaktivitäten immer noch durch das Abarbeiten von Überhängen der Vergangenheit und nicht von Nachfrageaktivitäten einer anspringenden Konjunktur genährt werden.



Das gleiche Bild spiegelt der US Automarkt wider. Waren Juli und August stark von der US Abwrackprämie beeinflusst, fielen die 'US light vehicle sales' im September (est.) auf ein neues Krisentief (siehe Chart). Kurz, ohne massive Regierungsunterstützung kommt kein generischer Impuls von Seiten der US Konsumenten. Und selbst mit Unterstützung gewinnt die artifizielle Erholung schwerlich an Fahrt. Der am Mittwoch veröffentlichte [Chicago Purchasing Manager Index](#) fiel auf 46.1%

im September, nach 50% im August. Werte < 50% gelten als Phasen wirtschaftlicher Kontraktion. Selbst der wichtige ISM PMI – am Donnerstag publiziert – lag nur moderat über der 50% Marke bei 52.6% im September, ein Rückgang von 52.9% im August.



Zudem reduzieren selbst die staatlich gestützten US Banken (TARP Empfänger) weiter ihr Kreditexposure. Im Juli sank das gesamte Kreditvolumen dieser Banken um 1,3%, oder USD 54 Mrd., auf in Summe USD 4,24 Bln. Bereits im Juni war ein Rückgang von 1,1% zu verzeichnen.

Eine gute Zusammenfassung der volkswirtschaftlichen Situation in den USA kommt von einer Stelle, die wahrlich nicht als bearish-biased angesehen wird, der Fed. San Francisco's Fed Präsident Janet Yellen in ihrer Rede [The Outlook for Recovery in the U.S. Economy](#) vom 14. September:

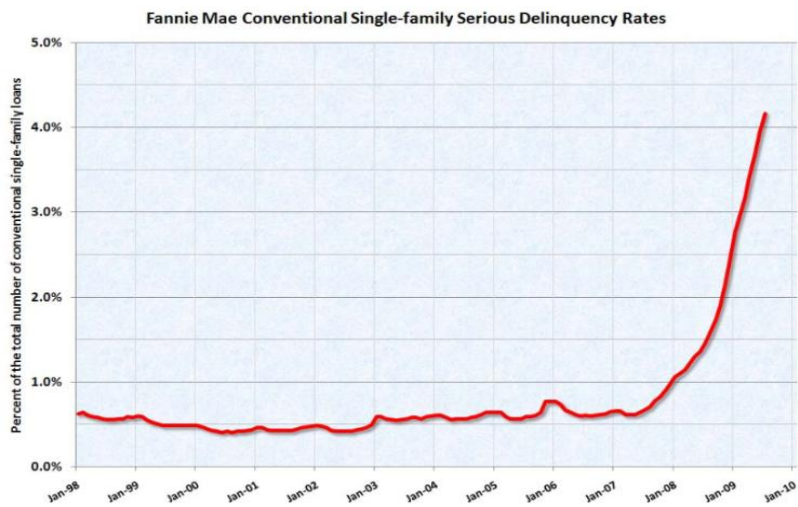
*I'm happy to report that the downturn has probably now run its course. This summer likely marked the end of the recession and the economy should expand in the second half of this year. A wide array of data supports this view. However, payrolls are still shrinking at a rapid pace, even though the momentum of job losses has slowed in the past few months. [...] Importantly, consumer spending finally is bottoming out. A particularly hopeful sign is that inventories, which have been shrinking rapidly, now seem to be in better alignment with sales. [...] I expect the biggest source of expansion in the second half of this year to come from a diminished pace of inventory liquidation by manufacturers, wholesalers, and retailers. [...] True, the boost is usually fairly short-lived, but it can be quite important in getting things going. ...*

*Unfortunately, more credit losses are in store even as the economy improves and overall financial conditions ease. Certainly, households remain stressed. In the face of high and rising unemployment, delinquencies and foreclosures are showing no sign of turning around. The delinquency rate on adjustable-rate mortgages is now up to about 18 percent, and, on fixed-rate loans, it's about 6 percent. Delinquencies on both types of loans have increased sharply over the past year and are still rising.*

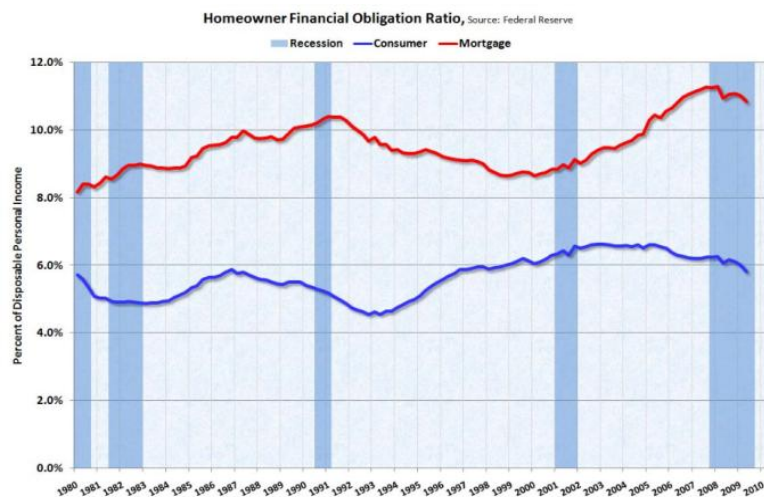
*The chances are slim for a robust rebound in consumer spending, which represents around 70 percent of economic activity. Of course, consumers are getting a boost from the fiscal stimulus package. But this program is temporary. Over the long term, consumers face daunting issues of their own.*

## US Consumer

Janet Yellen legte klar, in welcher verletzlicher Situation sich der US Konsument weiterhin befindet. Nachstehend ein paar aktualisierte Indikatoren.

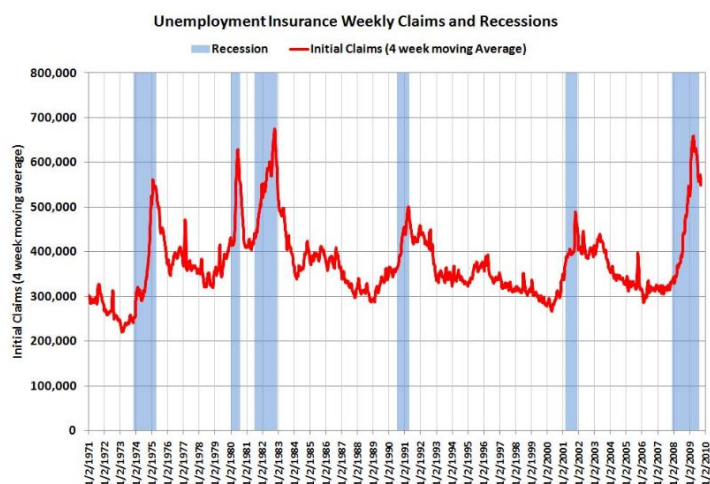


[Fannie Mae verzeichnet einen weiterhin exponentiellen Anstieg an Zahlungsverzögerungen bei Privatkrediten.](#) Binnen eines Jahres (Jul08 - Jul09) stieg die Zahl jener von 1,45% auf 4,17%.

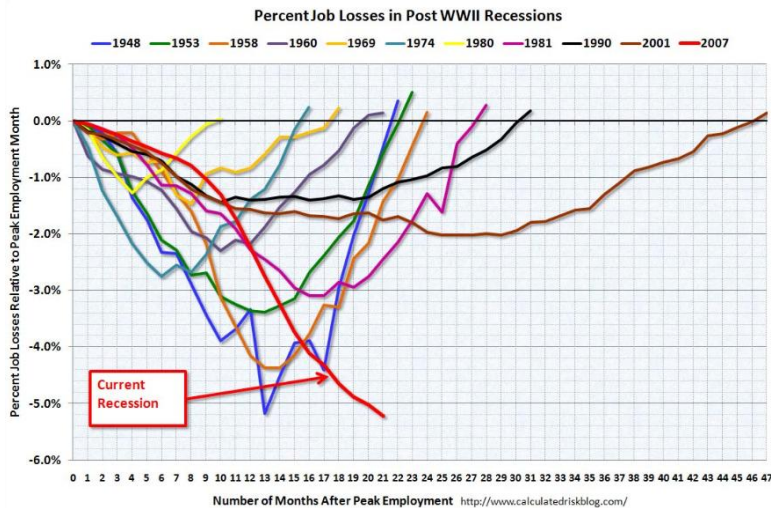


Die von der Fed diese Woche publizierten [Household Debt Service & Financial Obligations Ratios](#) für Q2/09 zeigen die Zahlungsverpflichtungen von Konsumenten für Konsum- und Immobilienkredite im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen seit 1980. Interessant zu sehen, dass Konsumentenkredite seit der Rezession 2001/02 relativ stabil, sogar leicht rückläufig waren. Die Immobilienkredite hingegen

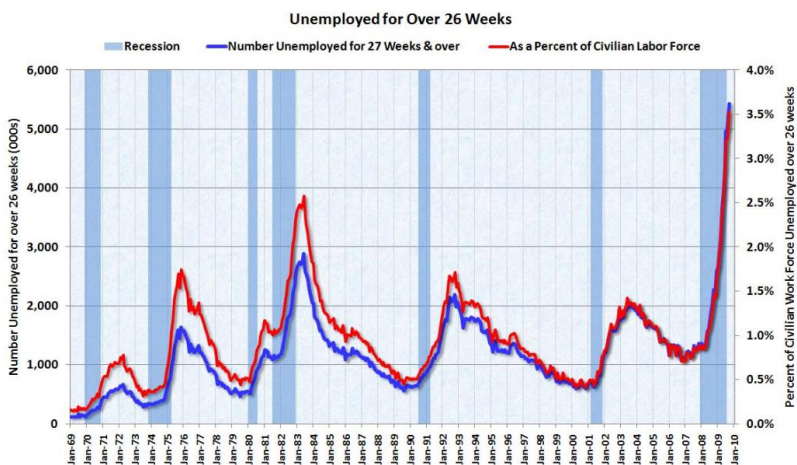
banden im gleichen Zeitraum eine deutlich ansteigende Portion des Haushaltseinkommens. Dank der durch die [Aufkäufe der Fed gesunkenen Hypothekenzinsen](#) und der [Umschuldungsbemühungen der US Regierung](#), konnte die Einkommensbelastung leicht reduziert werden. Volksschularithmetik reicht aus um die Gefahr steigender Zinsen für die Zahlungsverpflichtungen des Konsumenten zu erkennen. PIMCO's Richard Carida geht deshalb davon aus, [dass die US Sparrate auf bis zu 8% steigen könnte](#). Der Konsument preist die steigenden Risiken für Arbeitslosigkeit und Kreditbelastungen in sein Budget ein. Gut für ihn, kritisch für die Volkswirtschaft.



A propos Arbeitslosigkeit. Der 4-Wochen-Durchschnitt für Erstanträge zur Arbeitslosenunterstützung pendelte sich seit Sommer bei ca 550.000 ein. Mehr als 100.000 unter dem Hoch im April, aber immer noch im kritischen Bereich. Die heute veröffentlichten [Non-Farm-Payrolls von -263k](#) eingerechnet, verloren in den letzten 12 Monaten 5,8 Mio US Amerikaner ihren Job. Die Serie an 21 Monaten ununterbrochener Net-Job-Losses stellte insgesamt 7,2 Mio Menschen arbeitslos.



Der Chart links zeigt den massiven Abbau an US Stellen während der gegenwärtigen „Great Recession“ im Vergleich zu allen bisherigen Rezessionen seit dem 2. Weltkrieg. Zwar flacht die Kurve leicht ab, stellt aber noch keine Trendwende am US Arbeitsmarkt in Aussicht.



Auch ändert sich die innere Struktur der US Arbeitslosen. Die Zahl jener, die mehr als 6 Monate ohne Anstellung sind, nimmt weiterhin sprunghaft zu. Mehr als 5 Mio. Menschen müssen in den USA neben den finanziellen Einschnitten auch mit der eigenen Perspektivlosigkeit einen Umgang finden. Umgerechnet betrifft dies nun mehr als 1/3 aller arbeitsloser Menschen in den USA.

Interessiert an weiteren Indikatoren zur Schwäche des US Konsumenten?

Off we go. Der 'Moody's credit card charge-off index' misst die erwartete Ausfallsrate von Kreditkarten-Ausständen. [Der Index stieg im August auf ein Rekordhoch von 11,49%, nach 10,52% im Juli](#). Moody's erwartet einen weiteren Anstieg auf 12-13% bis Mitte 2010. Abschließend ein Chart, der die bisherige Auflistung abrundet. Die Fed veröffentlichte am Sept 17th die aktuellen Zahlen zum Haushaltsvermögen

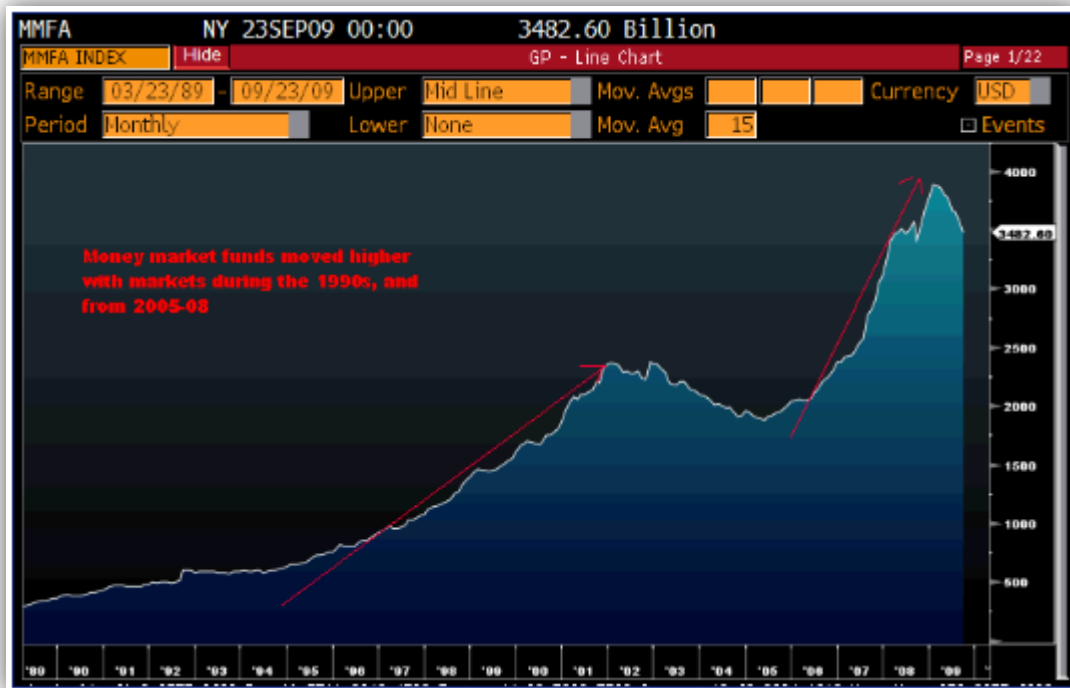


(inklusive Immobilien und liquidem Vermögen wie Aktien, Anleihen, Pensionsvorsorgen, Sparbücher, ...). Laut der Statistik stieg das Haushaltsvermögen im Q2/09 aufgrund freundlicher [Aktienmärkte um ca USD 2 Bln.](#) Nicht verwunderlich, doch bedenklich. Der Anstieg war, wie oftmals ausgeführt, fundamental nicht gerechtfertigt. Bei einer Konsolidierung des Aktienmarktes Erhöht sich nochmals der Druck auf den US Konsumenten.

## Miscellaneous

## Insight of the week

Liquidity information ist kaum verfügbar. Weder die OECD, noch die Notenbanken sammeln, oder zumindest publizieren diese aufschlussreichen Kennzahlen. Somit bleibt uns lediglich die Annäherung durch valide Approximatoren. Seit Beginn meiner Karriere begleitet mich der Stehsatz: "cash on the sidelines". Lange galten In-/Outflows bei Money Market Funds als die aufschlussreichste Näherung wenn es darum ging, das geparkte Volumen zu schätzen. [Fusion IQ räumte diese Woche mit diesem Mythos auf.](#) Der Chart zeigt klar die hohe Korrelation zwischen ökonomischem Anstieg (Superzyklus der 90er und der Zyklusanstieg zwischen 2004 und 2008) und dem Anstieg an MMF Volumen.



Lucky consumer ...

