

Dear Bear Market Rally, Happy Birthday!

In den letzten PS Commentaries wurde China eingehend analysiert. Nach dem Ausflug in die Emerging Markets ist es an der Zeit, die seit Sommer 2009 vertretene These einer zu erwartenden double-dip recession in den USA auf ihre Validität zu überprüfen. Der heutige PS Commentary analysiert hierzu die aktuelle makroökonomische Lage der USA.

Happy Birthday!

Vergangene Woche (March 6th) feierten wir das ein-jährige Jubiläum der März09-Tiefs. Der S&P500 notierte bei 666,79 Punkten, ein top-to-bottom Verlust vom 57,69% (Okt07-Mar09). Der DJI markierte sein Tief bei 6.469,95 Punkten, nach einem ebenso im Oktober 2007 erzielten Hoch von 14.198,10 Punkten. Seitdem erholten sich die Indices um 63,31% (DJI) und 70,77% (S&P500). Die Ökonomien wachsen wieder ([here](#), [here](#) and [here](#)), die Financial Industry Profits erreichten 2009 wieder [2/3 des Höchststände von 2007](#) und liegen damit bereits 3x höher als im 80 jährigen GDP Mittel. Politiker diskutieren wieder über [Sparpakete/Steuererhöhungen](#) zur Haushaltskonsolidierung und über die [Verteilung künftiger Wachstumsgewinne](#). All in all könnte man meinen, ein neues Wachstumskapitel wäre aufgeschlagen.

Mitnichten. Speziell die USA befindet sich im Wechselbad der Gefühle. Die seit Ende Februar publizierten US Makro-Indikatoren waren durchwegs schwach. [Konsumentenvertrauen bröckelt](#), [Immobilien Neuverkäufe kollabieren](#), der [Immobilien Zweitmarkt gibt stark nach](#), ebenso die Bautätigkeit, während initial jobless claims beharrlich über der 400.000 Marke notieren.

Aber der Reihe nach. Wie Ende 2009 [aufgezeigt](#), entfaltet das vor einem Jahr auf den Weg gebrachte Stimulus Paket seine Wirkung und treibt die Volkswirtschaft zu einer synthetischen Wachstumsspitze (Wirkungskreis [here](#) and [here](#)). In der Investitionsauswahl werden, neben steuerlichen Erleichterungen, [tendenziell Projekte mit kurzfristiger Wirkungsentfaltung](#) präferiert. Deshalb endet der durch ARRA (American Recovery and Reinvestment Act) stimulierte Wachstumsimpuls [zur Jahresmitte 2010](#) und wird in der Folge das [GDP Potenzialwachstum um geschätzte 1% in 2011](#) reduzieren.

Als positives Zwischenergebnis kann ein starkes 4. Quartal gezählt werden. Das GDP Wachstum für [Q4/2009 wurde von annualisierten +5,7% auf +5,9%](#) nach oben revidiert und entspricht dem stärksten Quartalswachstum seit sechs Jahren. Wie von einem künstlich stimulierten Impuls zu erwarten, zeigt er wenig Aussicht auf Nachhaltigkeit. Ganze 3,9% sind auf Business Inventories zurückzuführen.

Der Chart rechts zeigt, dass mit der starken Gegenbewegung in Inventories ein einmaliger, überfälliger Effekt erzielt wurde. Von nun an bedarf es Nachfrage-indizierten Wachstums, um einen weiteren Anstieg in Inventories erwarten zu können.

Die aufschlussreicheren 'final sales' wurden hingegen in zweiter Lesung nach unten korrigiert und stiegen somit [um 1,9% in Q4/09, nach 1,7% in Q3/09](#). So wuchsen sie in Q3 und Q4, der Zeitspanne des höchsten Stimulus Wirkungsgrades, im Durchschnitt um bescheidene 1,8%.

In Q1/10 wird ein [annualisierter GDP Anstieg von 3,1%](#) erwartet.



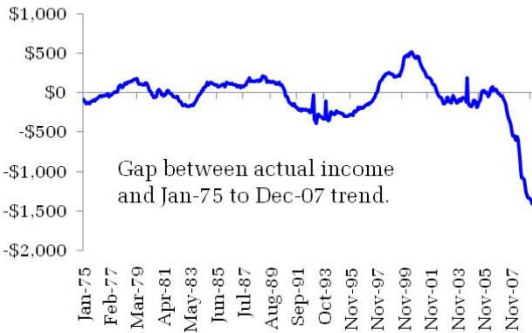


Weshalb kann nun davon ausgegangen werden, dass nach Auslaufen der Stimuli, die Nachfrageseite vorerst nicht in der Lage sein wird, die Weiterführung des Turnarounds zu übernehmen? Die beiden üblichen Verdächtigen einer gesunden Erholung sind consumer spending und residential investments. Beide zeigen in den USA keine Anzeichen einer robusten Erholung, sondern einer Stabilisierung auf niedrigem Niveau. Konsumenten sind immer noch mit dem eigenen Deleveraging beschäftigt und setzen weiterhin kluge Prioritäten in ihrem Konsumverhalten. Hier ein Auszug.

Consumer Spending

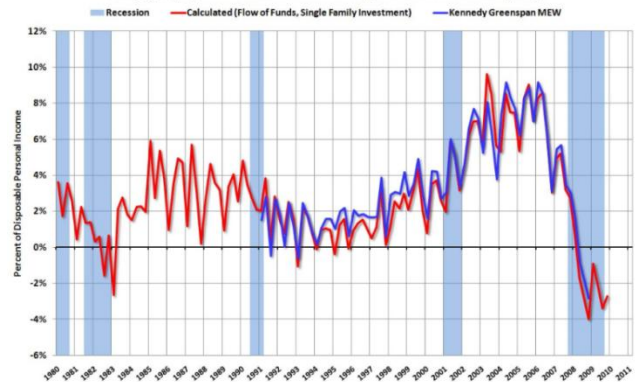
1

Gap: Real Personal Income less Transfer Payments
2005 \$s billion, SAAR



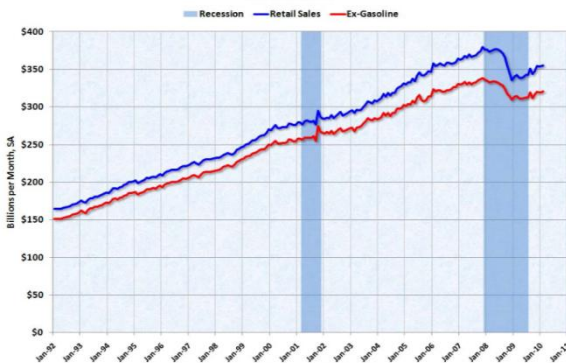
2

Mortgage Equity Withdrawal as a Percent of Disposable Personal Income (NSA)



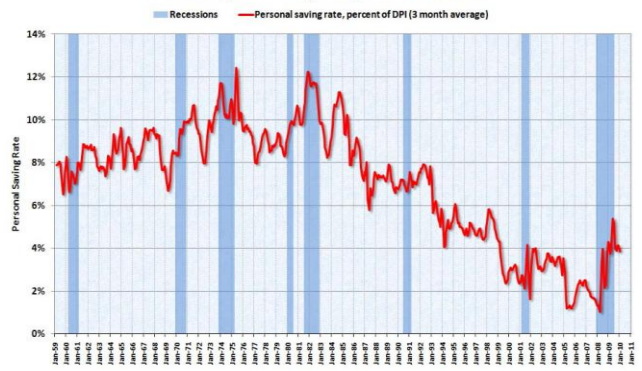
3

U.S. Retail Sales



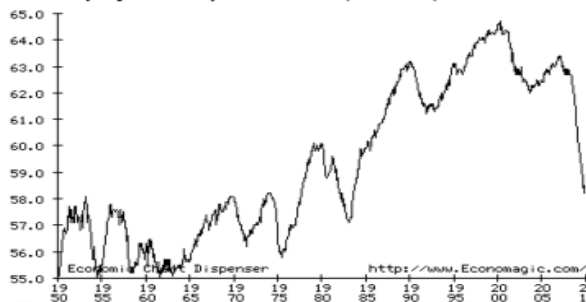
4

Personal Saving as a Percentage of Disposable Personal Income



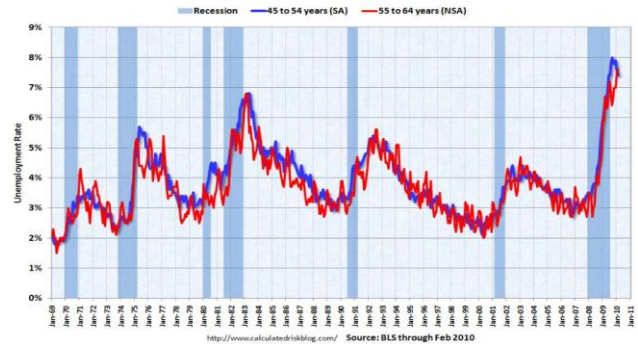
5

Employment-Population Ratio; Percent; SA



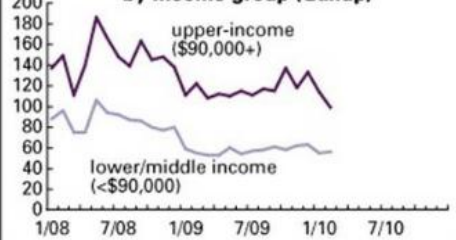
6

Unemployment Rate, 45 to 64 Years Old

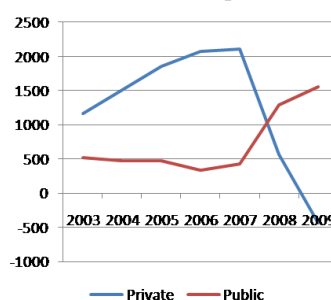


7

average daily retail spending by income group (Gallup)



Net borrowing



8

Erläuterungen der Charts auf Seite 3

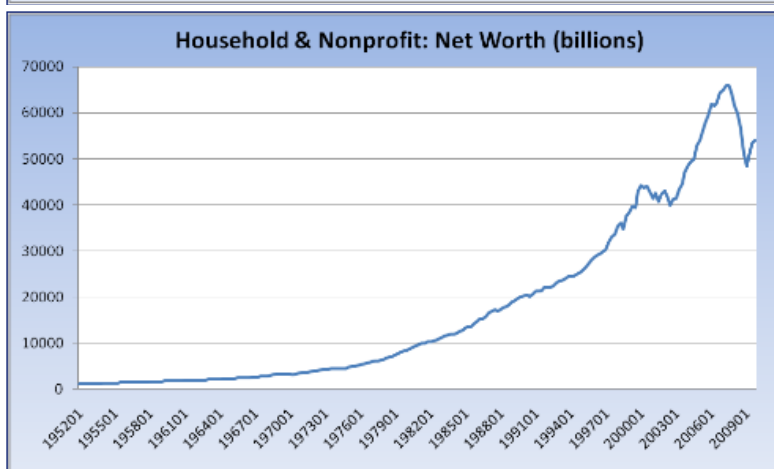
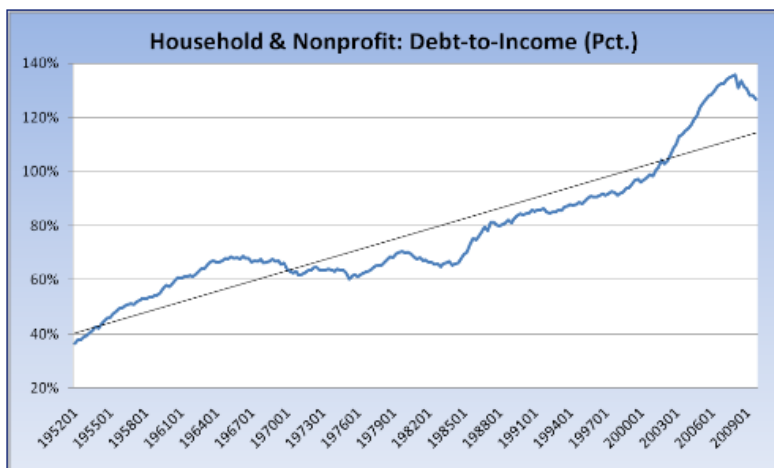
Das Einkommen ohne Transferleistungen (Chart 1) notiert deutlich unterhalb des langjährigen Durchschnitts. Zwar zeigen die US retail sales (Chart 3) einen leichten Trend nach oben, doch kann dieser durch temporäre tax credits erklärt werden. Seit nunmehr [zwei Jahren befragt Gallup 1000 Amerikaner täglich](#) (Chart 7) über deren Konsumverhalten (Lebensmittel, Benzin, Restaurants, Online-Käufe). Die ernüchternden Zahlen zeigen eine Stabilisierung auf deutlich niedrigerem Niveau über die diversen Einkommensgrenzen hinweg. Der einzelne US Bürger kann nur mit Hilfe der Transferleistungen sein aktuelles Konsumniveau relativ stabil halten (Chart 8). Die angesprochene Klugheit ist davon abgeleitet, dass er sein Verhalten des letzten Wirtschaftszyklus, nämlich das Eigenheim als Geldautomaten zu verwenden, sprich, mit Hypotheken sich das Leben zu finanzieren, geändert hat. Mortgage Equity Withdrawals (Chart 3) sind weiterhin rückläufig. Nach 11 Monaten des Rückgangs in Konsumentenkrediten, verzeichnete der [Jänner zwar einen leichten Anstieg](#). Doch sollte Berücksichtigung finden, dass die Dezember Zahlen seitens der Fed nachträglich von einem Rückgang idH von USD -1,8 Mrd auf USD -4,6 Mrd nach unten revidiert wurden. Der Jänner sollte daher als leichte Gegenreaktion für einen stark konsolidierenden Dezember interpretiert werden.

Der US Konsument hält die Sparquote mit aktuell 3,9% (Chart 4) auf einem Niveau, dass ein langsames Deleveraging ermöglicht, ohne der konsumlastigen US Wirtschaft vollends die Luft zu nehmen. Nun könnte angeführt werden, dass mit sinkender Arbeitslosigkeit sich die Konsumspielräume wieder zu erweitern beginnen. Das ist richtig. Problem: der Arbeitsmarkt sieht weiterhin trostlos aus. Der Rückgang der Arbeitslosenrate von 10,2% auf 9,7% in den letzten Monaten ist auf a) [saisonale Korrekturfaktoren](#) und b) auf [starke Einstellungswellen](#) der US Regierung zwecks Volkszählung zurückzuführen, nicht aber auf eine Momentum-gewinnende Konjunktur. Die Zahl der Anstellungsverhältnisse (Chart 5) im Vergleich zur Gesamtbevölkerung ist weiterhin rückläufig. Speziell ältere Arbeitnehmer leiden unter stark steigender Altersarbeitslosigkeit (Chart 6). KMUs sind auch in den USA die tragenden Pfeiler der Wirtschaft. Doch anstatt eine Erholung zu verspüren, [sank im Februar deren Vertrauen in einen Aufschwung](#) erneut. [KMUs stellen derzeit nicht ein](#). In einer kürzlich erschienenen Reuters Umfrage über KMUs wurde das Problem auf einen simplen Punkt gebracht: ["The biggest problem continues to be a shortage of customers."](#)

Kurz, die Luft für den Konsumenten ist weiterhin sehr dünn. Ihm kann noch nicht abverlangt werden, auslaufende Stimuli nachfrageseitig zu kompensieren. Der Chart rechts ([Fed's Flow of Funds](#)) zeigt, dass das langsame Deleveraging erste Erfolge bringt, aber für längere Zeit nicht abgeschlossen sein wird. Alleine zur mean-reversion, also einer Rückkehr zum Durchschnitt, fehlen noch USD 1,5 Billionen an zusätzlichem Vermögen, respektive an zu reduzierender Verschuldung.

Der Flow of Funds Report verzeichnet für 2009 einen leichten Anstieg des Haushaltsvermögens (Chart rechts). Er stellt fest, dass der [Vermögensgewinn zur Gänze von financial assets getrieben war](#) (freundliche Aktienmärkte). Bedenklich, auf welch fragilen Beinen dieser Zuwachs steht.

Beginnt nun die Regierung ihre temporären Förderprogramme für Wirtschaft und Private zu reduzieren, durchläuft der Konsument einen neuerlichen Stresstest.



Strukturenreformen benötigen Zeit

Oftmals von mir in den letzten Monaten kritisiert, wartet die US Volkswirtschaft auf die Umsetzung der notwendigen Strukturreformen in den Bereichen Finanzmarkt, Healthcare und Wettbewerbsfähigkeit.

Bei [Healthcare-](#) und [Finanzmarktreform](#) scheinen wir uns endlich auf der Zielgeraden zu befinden. Speziell die nun eingebrachte Healthcare Bill enthält [viele kluge Elemente](#). „Reconciliation cohones“ zahlen sich aus. Wie notwendig auch die Finanzmarktreform ist, zeigt der Chart rechts. Bankbilanzen sind weiterhin gefährdet, die Marktkonzentration wuchs, Transparenz wurde nicht erhöht, etc. (see prev PS Commentaries). Das von Obama angekündigte Reformprogramm zur Wettbewerbsfähigkeit, der [Verdoppelung der Exporte binnen 5 Jahren](#), klingt vernünftig und ambitioniert zugleich. Eines ist klar: Reformen in allen drei Bereichen werden erst [mittelfristig ihre Wirkung entfalten](#). Bis dahin wird sich die Regierung nicht aus ihrer stimulierenden Rolle verabschieden können.

Wohl in wachsender Erkenntnis dieser, kündigte Obama an, Janet Yellen [als Vice-Chairman der Fed bestellen zu wollen](#). Sie wäre eine gute Wahl. Yellen fiel in den letzten Monaten [positiv damit auf](#), dass sie die stark steigende Staatsverschuldung zwar als Problem erkannte, doch das gegebene Restrisiko einer Depression als noch viel drängender einstufte. Wie [Andrew Scott richtig analysiert](#), muss der Schuldner USA sein Vertrauen bei den weltweiten Geldgebern auf Sicht vieler Jahre nicht als gefährdet einstufen. Mit Yellen steigt zumindest die Wahrscheinlichkeit, dass Regierung und Notenbank gemeinsam die QE Politik nochmals verstärken werden. Bis auf die von Obama initiierten und zu befürwortenden [USD 100 Mrd für Jobprogramme](#) ist bisher kaum etwas vorbereitet, um nochmals massiv stimulierend tätig werden zu können. Bei gleichzeitigen Verhandlungen zu Finanzmarkt- und Gesundheitsreform, wäre eine Diskussion über ein neues Stimulus Paket

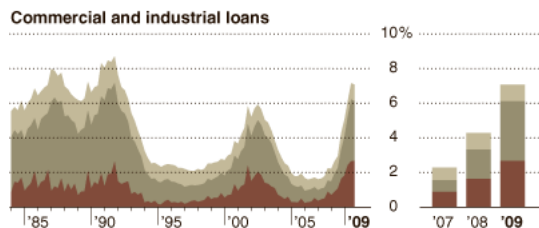
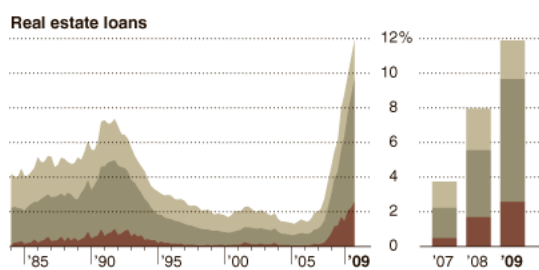
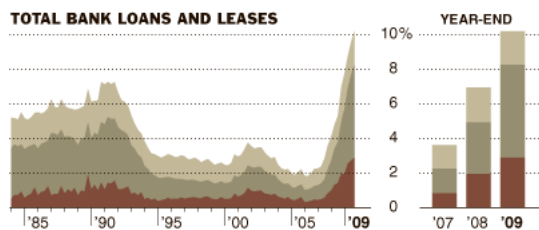
mit zu hohen Kosten an politischem Kapital verbunden. Ich gehe davon aus, dass wir erst ein W benötigen, um Bewegung in eine Verlängerung der Stimuli zu bekommen. Es wird der Regierung letztlich kein anderer Ausweg bleiben, als dem Konsumenten mehr Zeit zur Konsolidierung zu kaufen.

[Inflation ist aktuell kein Thema](#). Im Gegenteil. Die deflationären Tendenzen sind zZ stärker ausgeprägt. Pimco's Gross geht davon aus, dass die Core Inflation in den nächsten 12 Monaten bei Null liegen wird. Die Volkswirtschaft sieht sich weiterhin mit [einer hohen Überschusskapazität](#) und einem angespannten Arbeitsmarkt konfrontiert. Beide Indikatoren sind inflationsdämpfend. Die Fed gibt an, für das Einsammeln der in Umlauf gebrachten Liquidität vorbereitet zu sein ([here](#), [here](#) and [here](#)). Dieser Beweis muss erst erbracht werden. Weil Neuland betretend, erwarte ich eine von Trial & Error begleitete, volatile Seitwärtsphase, die mit einem W beginnend, ein neues Stimulus Paket initiieren wird. Die Stimmen für eine gestiegene Double Dip Wahrscheinlichkeit mehren sich: [Christopher Thornberg](#) (frm UCLA professor), [Ewald Nowotny](#) (ECB Governor), [Nouriel Roubini](#) (RGE Monitor), [Wen Jiabao](#) (Chinesischer Premier), [Jürgen Stark](#) (ECB Member of the Executive Board), um nur einige zu nennen.

Hinweis: meine Ausführungen beschränken sich in diesem PS Commentary ausschließlich auf die USA. Damit ist nicht ausgedrückt, dass Europa einen einfacheren Konsolidierungspfad zu erwarten hätte oder die Emerging Markets sichere Alternativen repräsentieren (siehe PS Commentaries über China).

Bad Bank Loans Soar

Percentage of loans outstanding
 ■ Loans 30-89 days past due
 ■ Loans 90 days past due or on nonaccrual status
 ■ Net charge-offs



Source: Federal Deposit Insurance Corporation

Conclusio

Die seit Mitte 2009 vertretene und Ende 2009 in Szenarien beschriebene These einer W Formation in der volkswirtschaftlichen Erholung der USA sehe ich weiterhin als intakt an.

Miscellaneous

