

USA sagt zum Abschied leise 'Servus'

Die PSCs #18-20 konzentrierten sich auf Inequality als Krisenursache und China's Währungs-, respektive Rohstoffpolitik. Das letzte US Update liegt nun zwei Monate zurück ([Ben Bernanke's Helikopter vor Notlandung](#)). Darin wurde ausgeführt, weshalb die im Verlauf von 2010 gesetzten Konjunkturmaßnahmen der Obama Administration als „too little, too late“ einzuschätzen sind und von den QE 1.5 Aktionen Ben Bernanke's (HAMP Re-investition) keine Stimulanz der Main Street zu erwarten war. Beides traf zu. Leider.

In der Zwischenzeit ist viel geschehen. Obama verlor die mid-term elections und musste die Mehrheit im House of Representatives abgeben. Sein Fokus in den kommenden zwei Jahren wird auf die Verteidigung der bisherigen Reformen und der Vorbereitung auf die Präsidentschaftswahl 2012 gelegt sein. Die größte Volkswirtschaft der Erde befindet sich in einem politischen Gridlock. Dies in einer Phase, in der die Wirtschaft kaum Anzeichen einer Erholung zeigt und das Land eine klare Führung benötigen würde. Ungünstig.

Ben Bernanke konnte seine in Meinungen stark divergierenden FOMC Mitglieder von der Notwendigkeit einer QE 2 Maßnahme überzeugen und wird [bis Ende Q1/11 bis zu USD 600 Mrd zusätzlich, via open-market Transaktionen, mid- und long-term governmental debt \(Treasuries\) kaufen](#). In Summe ist das Investitionsvolumen auf USD 850-900 Mrd angelegt (USD 250-300 Mrd aus frei werdenden Mitteln (HAMP receipts) zu reinvestieren). Bernanke versucht damit inflationär zu wirken und eine Deflationsspirale zu vermeiden. Die 10y Treasuries notierten am [Freitag bei 2.76%, nahe ihrem Oct 8th Tief von 2.38%](#). Der Verweis auf die Treasuries ist wichtig, um zu verstehen, was von der Ausweitung der Monetary Base für die Main Street zu erwarten ist: wenig.

Die Aktion wird zwar das [Tail-risk einer Deflation](#) reduzieren, aber weder Ausleihungen stimulieren, noch die Inflationserwartungen heben. Erklärungen [hier](#) und [hier](#). Da die [Bankbilanzen weiterhin eine eingeschränkte Kreditvergabe erfordern](#), sind die Einflussmöglichkeiten der Fed eingeschränkt. Und doch ist die Fed-Balance-Sheet zur Zeit das einzig kurzfristig einsetzbare Mittel zur zumindest psychologischen Stimulierung der US Wirtschaft. Bereits Mitte 2009 warnte ich vor der Fed, als politischer Nebenstelle des Treasury Departments (Finanzministeriums). Mit QE 2 bestätigt Bernanke die Eingliederung. Jede Zentralbank ist Einflüssen ausgesetzt. Doch wie die Fed jemals wieder als zumindest politisch unabhängig gelten will, bleibt künftigen Generationen als Rätsel zu lösen.

Anfang des Jahres nannte ich den [Mid-Case als wahrscheinlichstes Szenario für den weiteren Konjunkturverlauf der Weltwirtschaft](#). Das Quartalswachstum in den USA und EU27 hat sich im Q3 deutlich verlangsamt ([USA: 0.5% qoq/ EU27: 0.2% qoq](#)). Ein Abfallen in eine klassische Rezession ist für die USA weiterhin eine wahrscheinliche Option ([Roubini schätzte sie Anfang November auf 35-40%](#)), für die Arbeit an Lösungswegen ist aber kaum von Relevanz, ob sie -0.3 oder +0.2% wächst. Nach dem Stimulus-induzierten Höhenflug Q3/09-Q2/10 sind wir, wie erwartet, zurück am Start angelangt.



Von ihm bekommen Sie alles nur nachgeplappert,
für Börsennachrichten in Echtzeit
müssen Sie schon Jandaya lesen.

Wie geht es nun weiter? Im [Juni 2010 zeichnete ich ein präferiertes Szenario](#), wie dem Abfall an Momentum entgegenzuwirken wäre. Nochmals als Auszug:

+ deflationären Kräften entgegenstellen, indem jene Länder mit guten Refinanzierungsmöglichkeiten via weiterer Stimuli die Binnennachfrage stabilisieren (USA), respektive anregen (Deutschland). Höhere Verschuldung für diese Länder ist die Konsequenz. Doch die gewonnene Stabilität gibt ihnen Zeit ihre jeweiligen Strukturreformen umzusetzen. Von Peripherregionen a la Griechenland kann kein weiterer Stimulus erwartet werden. Hier müssen Sparpakete, wie Strukturreformen (Sozialsysteme, Subventionen, ...) ebenso strikt umgesetzt werden.

+ in Summe kaufen sich die non-commodity based Industrienationen damit Zeit und Stabilität, um ihre Wettbewerbsposition zu verbessern. Rückenwind sollten sie in den kommenden 1-2 Jahren noch von haussierenden Emerging Markets erhalten (die durchwegs ernstzunehmende Anzeichen einer Überhitzung aufweisen).

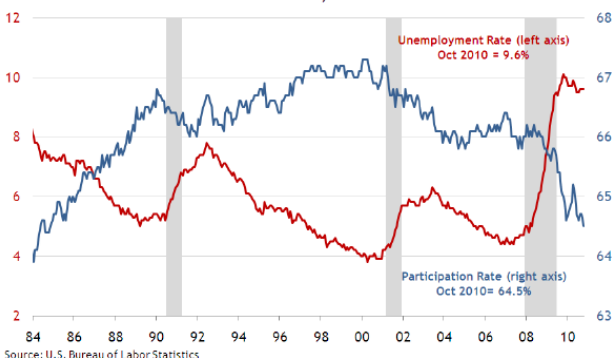
+ sobald dann die Emerging Markets in eine Konsolidierungsphase eintreten, könnten die Industrienationen wieder als weltwirtschaftliche Wachstumstützen fungieren. Zusammengefasst, sollte dieser Weg der Weltwirtschaft eine stabilere Wachstumstrajektorie ermöglichen.

Schon damals schätzte ich die Aussicht auf eine Realisierung des beschriebenen Szenarios als unwahrscheinlich ein. Der Herbstverlauf bestätigte diese Annahme. Zur Einschätzung, welche Optionen den USA nun offenstehen, hier ein Update zum makro-ökonomischen Gesamtbild (stark visualisiert umgesetzt).

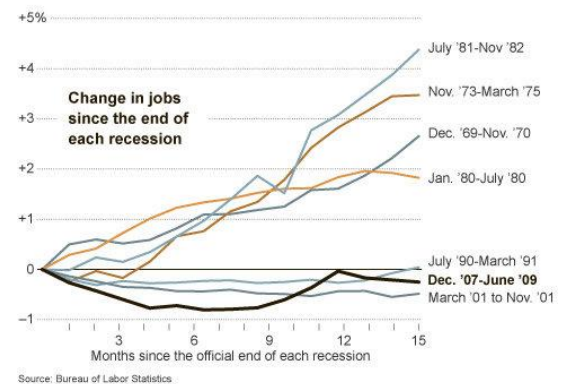
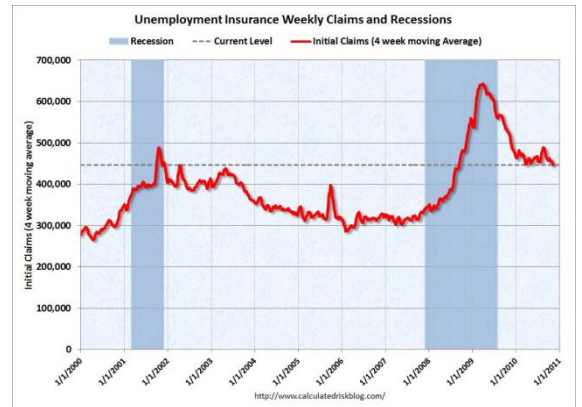
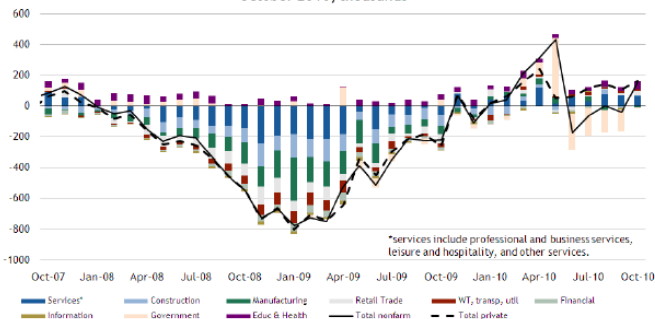
US Arbeitsmarkt

Am Arbeitsmarkt gibt es keine Anzeichen einer Erholung. Bisher konnte lediglich eine Stabilisierung erreicht werden. Erstansuchen um Arbeitslosenunterstützung stagniert bei 450.000 (rechts). Im Vergleich zu früheren Rezessionen, fällt die Anzahl an geschaffenen Jobs bescheiden aus. (rechts unten). Die Participation Rate sinkt weiter. (unten)

Unemployment and Labor Force Participation Rates
Percent, Oct 2010



Contributions to Change in Nonfarm Payroll Employment
October 2010, thousands

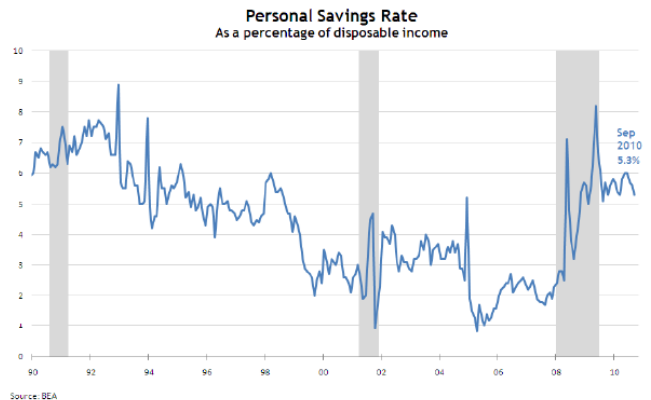
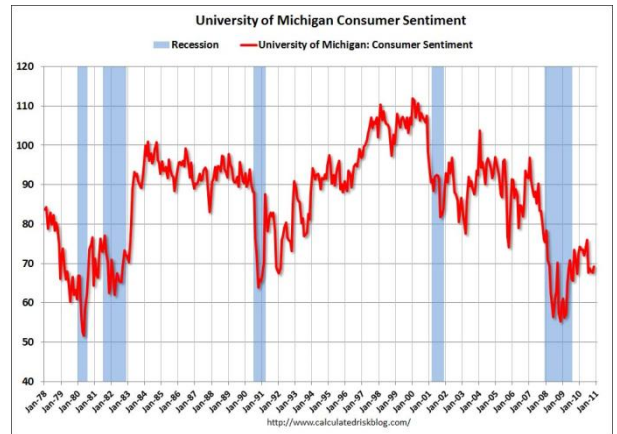
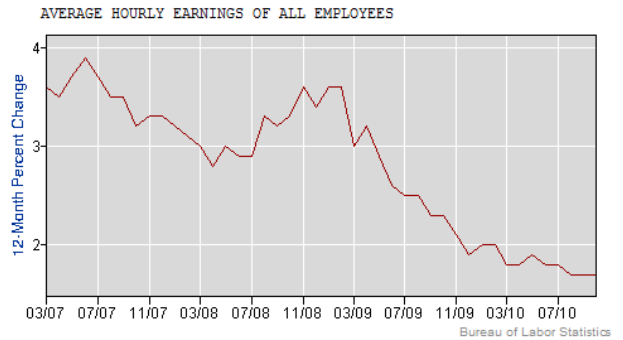
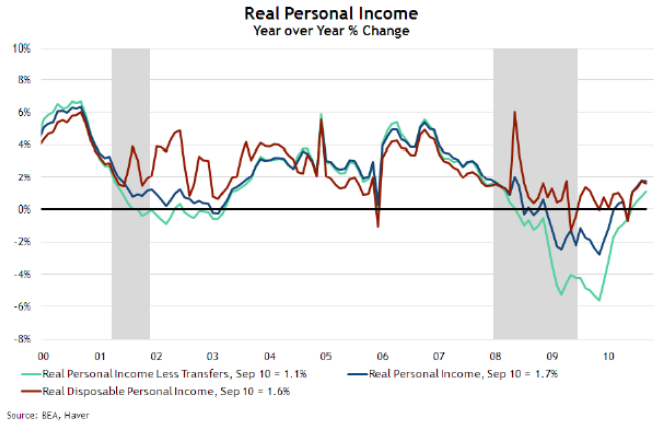
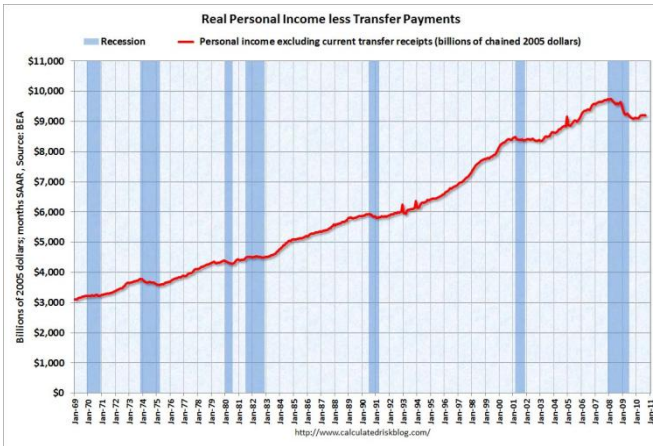


Die Jubelmeldungen am Nov 5th über den Arbeitsmarktbericht zu den 151.000 neu geschaffenen Private Sector Jobs, ist leider verfrüht, [weil durch ein benchmark-adjustment synthetisch erzeugt](#).



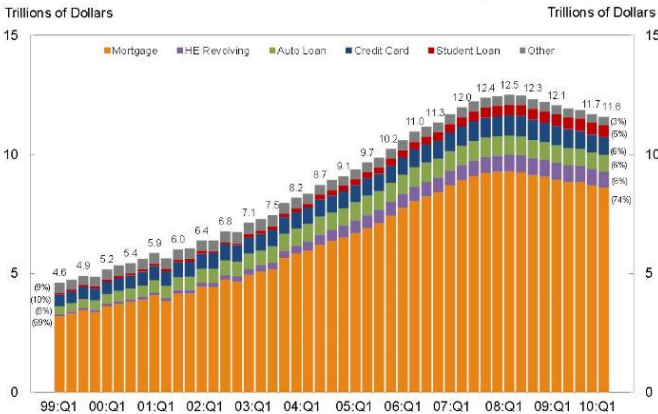
US Consumer

Der viel gescholtene US Consumer befindet sich weiterhin am Wege der Genesung. Trotzdem wäre es verfrüht, Entwarnung zu geben. Der Nettolohnzuwachs erholt sich leicht (getragen von top quintile-jobs). Wichtig: seit Mitte 2008 erstmals wieder unterstützt von Lohnsteigerungen im Privatsektor und nicht durch Transferleistungen (chart rechts). Chart unten zeigt zugleich, wie marginal die Erholung bisher ausfällt. Alle jobs miteinbezogen, ist die Entlohnungsstruktur eher deflations-, als inflationsstärkend (avg hourly earnings-chart).



Dementsprechend verhalten ist die Verbraucherstimmung (chart rechts). Zuletzt wieder rückläufig, zeigt sie, wie sehr sich der Konsument in seinem Bemühen einer Entschuldung strecken muss. Und doch gelingt es ihm Schritt für Schritt Balance zu halten zwischen Konsumieren, Sparen (rechts unten) und Abbau der Verbindlichkeiten (unten). Wie oftmals ausgeführt, kann eine fragile Balance für zumindest einen Konjunkturzyklus erwartet werden.

Total Debt Balance and its Composition

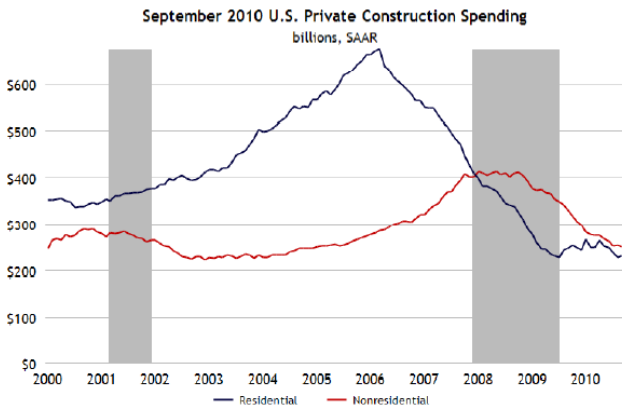
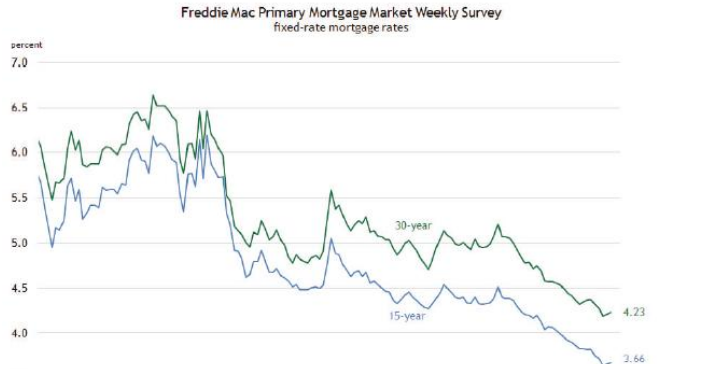


Source: FRBNY Consumer Credit Panel

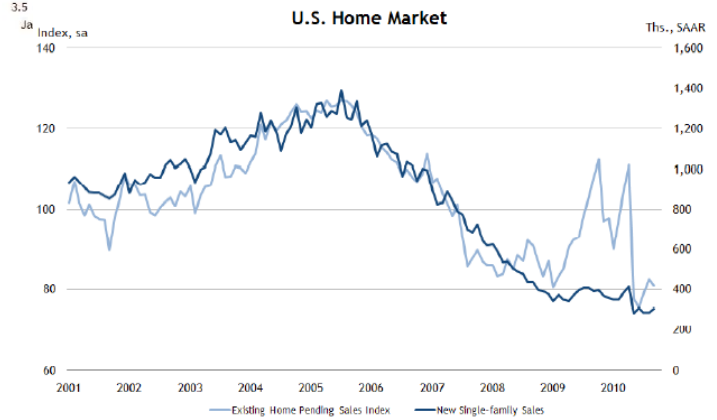


US Real Estate

Weiterhin erschwert wird die Genesung des Konsumenten durch einen Real Estate Sektor, der noch keinen Boden bildete. Zwar unterstützen die kontinuierlich sinkenden mortgage rates (rechts) die Marktkonsolidierung (steigendes Volumen an Refinanzierungen), und doch fand der Sektor noch kein neues Gleichgewicht. Im Gegenteil. Construction spending sinkt (unten), [Häuserpreise fallen wieder](#), der [Lagerstand der Immobilien steigt](#).



Source: U.S. Census Bureau

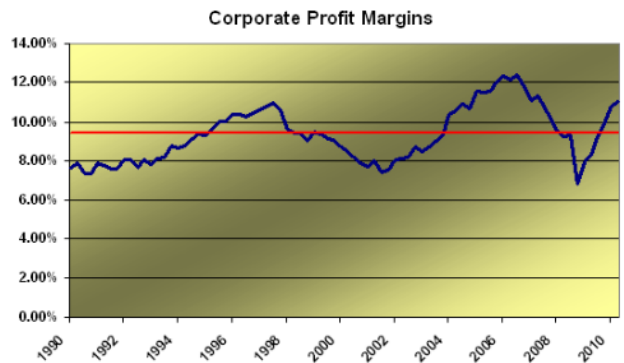


Source: National Association of Realtors; U.S. Census Bureau

Source: Mortgage Bankers Association/Haver Analytics

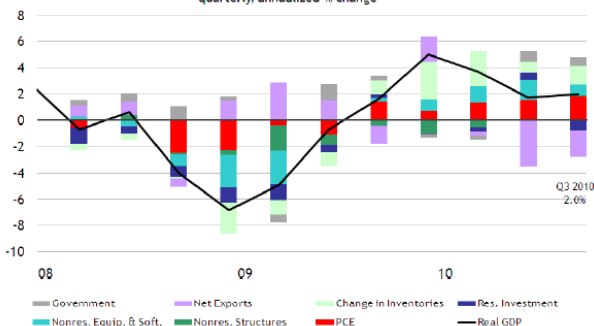
US Economy

Big Corporate America verzeichnet weiterhin eine gute Profitabilität (rechts). Ein Trend, der sich seit Herbst 2009 abzeichnete und seit Frühjahr 2010 an Stabilität gewinnt (rechts unten). In früheren PSCs ausgeführt, ist deren Lage durch die overseas Aktivitäten zu erklären. US KMUs bewegen sich im Gleichklang mit dem Konsumenten und [sitzen im Tal der Tränen fest](#). Problemfeld in der GDP Struktur bleibt das sich im [Herbst dynamisch ausgeweitete Handelsbilanzdefizit](#) (unten).

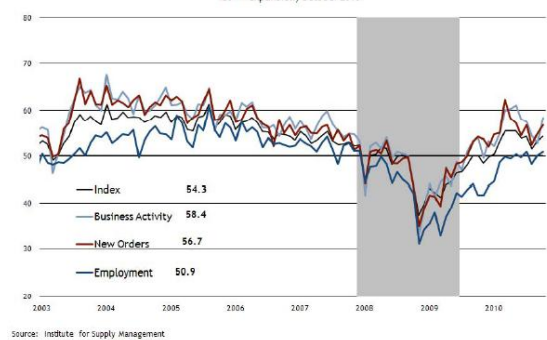


PRAGMATIC CAPITALISM

Contributions to Real GDP Growth
quarterly, annualized % change



ISM Non-Manufacturing Index and Components
50+ = expansion, October 2010



Source: Institute for Supply Management

Conclusio

Die USA hat den Kampf gegen die deflationären Kräfte noch nicht gewonnen. QE2 reduziert die Wahrscheinlichkeit einer Deflation, trägt aber kaum etwas zur Main Street Konsolidierung bei (die erwarteten 30-40 bps an 10y Treasury yield Reduktion, würde sie knapp unterhalb des Niveaus von Anfang Oktober bringen - damals ohne massive Intervention erreicht).

Mit [Krugman formuliert](#).

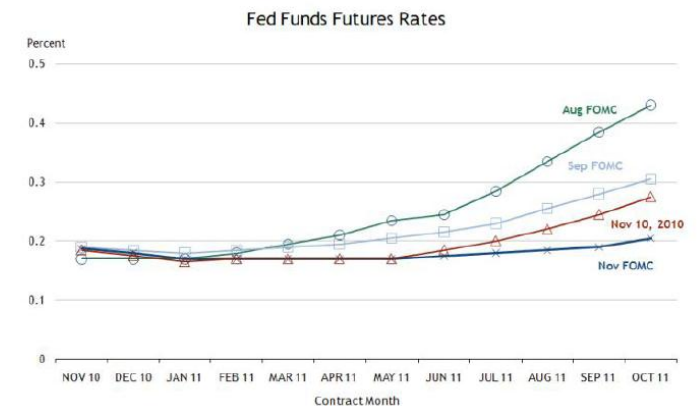
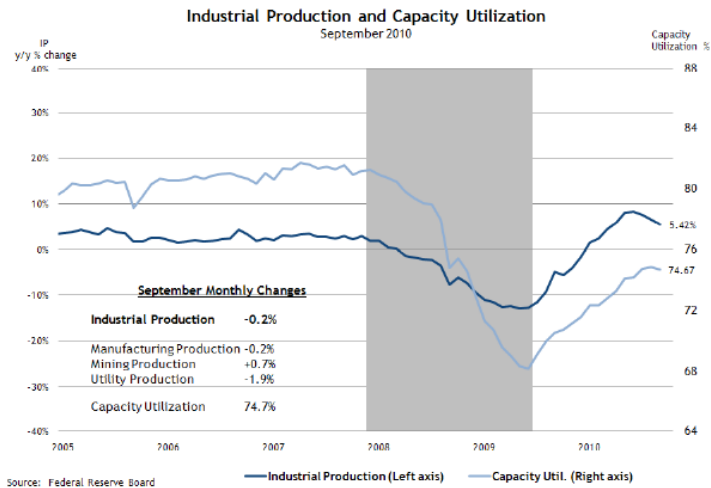
The point is that we're now in a liquidity trap. What does that mean? It means that the Fed has pushed short rates down to zero, so that at the margin T-bills are no better than cash — and correspondingly, that means that at the margin people and banks are holding some of their cash purely as a store of value. Liquidity is now free, and as a result the market's demand for liquidity is satiated; adding more potentially liquid assets makes no difference. So issuing short-term debt and printing monetary base are equivalent.

Bernanke verfehlte bisher, ein Klima zu schaffen, indem die erhsehnte Inflation vom Markt akzeptiert werden würde. Zur Zeit wird sie als unkontrollierte Gefahr in ferner Zukunft gesehen. Aktuell erwarten die Marktteilnehmer keine Zinserhöhung bis Ende 2011. (rechts). Die Visualisierung verdeutlicht, wie ernüchert der Markt binnen weniger Monate die Eintrübung der Recovery ab Jahresmitte zur Kenntnis nahm. Späte Erkenntnis. Nächste Erkenntnis wird, dass der aktuelle Adrenalinschub an den Märkten für risky-assets auf keiner fundamentalen Basis ansetzt.

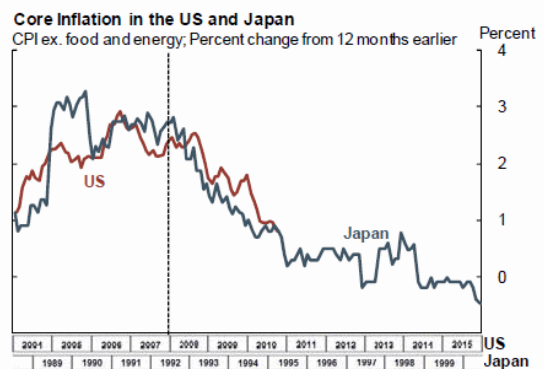
Übersehen wird weiterhin, wie stark der Deflationsdruck wirkt. Der Chart rechts sieht die USA auf gutem Weg, dem japanischem Vorbild zu folgen.

Die USA hatten im Frühsommer die letzte Möglichkeit, via Stimulus II, das neuerliche Absinken im Erholungsverlauf zu vermeiden. Obama zögerte und verspielte. Nun ist er blockiert und mit ihm die Chance einer beschleunigten Strukturbereinigung. Muddle through – heißt die Devise.

Der nächste globale Konjunkturzyklus wird ohne die USA als Stütze stattfinden müssen.



History suggests this is a risk



Panthera Solutions. Ihr Partner für

- + Portfolio Consulting für Institutional & HNWI
- + Hedge Fonds Access & Selektion & Monitoring
- + Exklusive Makro & Themenanalysen
- + Alternative Investment Deal Broker & Strukturierung
- + Alternative Investment Vorträge & Seminare

