



Alle Jahre wieder...

Description

Es ist das ewig neue alte Spiel. Die Jahreswende gibt Anlass, auf das ablaufende Jahr zurückzuschauen. Und zu überlegen, was das neue Jahr wohl bringen mag.

Was die Finanzmärkte angeht, so brachte 2019 einen weiteren starken Zuwachs des globalen Leitindex für Aktien. Der S&P 500 steht aktuell mit 3223 Punkten 28,6% höher als zu Jahresbeginn. Von Mai bis in den September hinein sorgten Befürchtungen für eine volatile Seitwärtsbewegung, die US-Wirtschaft könnte in eine Rezession abrutschen. Die Fed beendete ihr Vorhaben, ihre Bilanz zu verkürzen und senkte mehrfach die Leitzinsen. Nachdem die Zinsstruktur Anzeichen von Inversion zeigte, [verkündete sie schließlich im September, sie werde dem Geldmarkt Liquidität zur Verfügung stellen und kurzfristige Treasurys \(TBills\) kaufen](#). Mit dieser Nachricht im Rücken starteten Aktien eine Rally, seit Oktober ist der S&P 500 um 11,5% gestiegen.

Ach ja, da war da ja auch noch der Handelsstreit USA-VR China. Ein gut inszeniertes Schmierentheater – immer, wenn die Aktienkurse abzurutschen drohten, zwitscherte US-Präsident Trump, eine Lösung sei nahe. Im Dezember schließlich wurde verkündet, man habe eine „Phase-1“-Einigung erreicht. Damit war dann auch der vorletzte kritische Geist überzeugt, dass eine Rezession in weite Ferne rückt.

Dumm nur, dass die Gewinne im S&P 500 die angeblich glänzenden Aussichten der US-Wirtschaft so gar nicht widerspiegeln. Sie hatten im dritten Quartal 2018 mit einem jährlichen Wachstum von fast 22% ein lokales Maximum erreicht. Um höhere Werte zu sehen, muss man bis Mitte 2011 zurückgehen. Das Wachstum der Gewinnrendite war in Q3/2018 auf 25% gestiegen. Per November liegt die Zuwachsrate der Gewinne nun bei gut 2,2%, die Gewinnrendite hat um 15% abgenommen.

Gut, im August lagen die Gewinne noch knapp unter denen des Vorjahresmonats. Aber bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von aktuell rund 24 müssen die Erwartungen an die künftige Wirtschaftsentwicklung schon sehr ambitioniert sein. Sicher werden Anleger auch durch die niedrigen Zinsen in Aktien gedrängt. Vor einem Jahr lag die „Referenz“-Rendite für zehnjährige TNotes noch bei 2,8%, aktuell sind es 1,8% (was nach Fed-Modell ein „fares KGV“ von 52 ergibt). Anfang September lag sie übrigens bei 1,5%.

In der mehr als 120-jährigen Geschichte des Dow-Jones-Aktienindex kam es in mehr als zwei Dritteln zu einer positiven Jahresperformance. Also sollte man bei einem Ausblick auf ein neues Jahr eher überlegen, was Anlass für einen in diesem Sinne nicht-normalen Jahresverlauf geben könnte. Die Mehrheit der Marktbeobachter sieht für 2020 wohl ein „Goldilocks“-Szenario voraus, eine genau richtige Kombination



aus moderatem Wachstum und moderater Preisentwicklung. Gerne wird auch auf die Präsidentenwahl-Jahre verwiesen, die häufig gute Aktienjahre waren.

Was könnte ein solches Szenario stören? Da ist einmal der Handelsstreit, so könnte sich etwa China nicht an die Abmachungen im erzielten Miniatur-Kompromiss halten. Oder Erwartungen an eine Wiederbelebung des Welthandels, bzw. an eine Wachstumsbeschleunigung der US-Wirtschaft erfüllen sich nicht. Oder (auch in Kombination mit dem vorherigen Punkt) – die Hoffnung auf kräftig wachsende Unternehmensgewinne erfüllt sich nicht, wodurch dann die erreichten hohen Bewertungen bei Aktien zum Problem werden. Sollte sich die Beschäftigung von dem erreichten hohen Niveau aus verschlechtern, könnte das rasch auf die bisher gute Verbraucherstimmung drücken, was die Konsumentennachfrage drückt, und die ohnehin nicht besonders gute Stimmungslage bei den Fertigungsunternehmen verschlechtert. Außerdem wäre denkbar, dass schnell steigende Renditen hoch verschuldete Verbraucher und Firmen unter Druck bringen. Das könnte ein „Kredit-Ereignis“ und darüber einen Liquiditäts-Engpass auslösen. In diesem Zusammenhang sei an die „[Geldmarkt-Krise der Fed](#)“ erinnert, die sich so zu etwas Handfestem auswachsen könnte. Als Konsequenz aus negativen Ereignissen jedweder Art könnte die Wiederwahl Trumps fraglich werden, was zumindest als Störfaktor Anleger verunsichert.

Ich will nicht auf alle Punkte eingehen. Hinweisen will ich aber darauf, dass das [BIP-Wachstum der USA voraussichtlich bis auf annualisiert 1,5%](#) (oder sogar darunter) absinken dürfte. Mag sein, dass der Kompromiss im Handelsstreit hier zunächst für bessere Stimmung in den Chefetagen sorgt. Umgekehrt wird auch ein Schuh draus: Einiges von den Wachstumsraten um oder über zwei Prozent der zurückliegenden Quartale dürfte darauf zurückgehen, dass die Unternehmen längst Vorkehrungen vor zu erwartenden Strafzöllen getroffen hatten. Der [Verlauf des Baltic-Dry-Index jedenfalls zeigt bis September eine deutliche Steigerung der Frachtraten](#) (was mit deutlich belebtem Frachtaufkommen und wirtschaftlichen Aktivitäten gleichzusetzen ist), seitdem schrumpfen die Raten deutlich.

Wenn das Wachstum tatsächlich nachlässt, hat das Auswirkungen auf die Beschäftigung. So könnte die Wirkungskette über sinkendes Verbrauchervertrauen, sinkende Konsumausgaben und weiter sinkende Stimmung in den Chefetagen angestoßen werden. Reibungsverluste in der US-Wirtschaft gehen aktuell schon vom Verlauf der Industrieproduktion aus.

Angesichts der hohen Gesamt-Verschuldung in den USA ist das finanzielle Fundament der Wirtschaft alles andere als stabil. Das ist es natürlich schon jahrelang, von daher ist die Gesamtverschuldung nicht zwingend ein unmittelbares Problem. Aber wie das so ist, irgendwann bringt ein Tropfen mehr das Fass zum Überlaufen.

In diesem Zusammenhang würde ich das [neuerliche Vorhaben der Fed sehen, den Geldhahn wieder aufzudrehen](#). Die Trump-Administration wird im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen alles tun, um die Wirtschaft schön aussehen zu lassen. Das bedeutet nichts anderes als dass die Staatsverschuldung angekurbelt wird. Ohnehin übersteigt schon jetzt die Neuverschuldung die Steuereinnahmen. Diese neuen Schulden muss irgendwer kaufen. In den Jahren zuvor haben Ausländer diese vornehme Aufgabe erfüllt, insbesondere diejenigen aus Regionen mit Null- bis Negativ-Zinsen. Im laufenden Jahr hat deren Bereitschaft schon spürbar abgenommen. Wenn sie ausfallen und im Inland nicht genügend Nachfrage ist, muss die Fed einspringen – Monetarisierung der Staatsschulden heißt das Zauberwort.

Ein wichtiger Punkt beim Thema Verschuldung ist die Tatsache, dass die Verschuldung der US-Unternehmen in den zurückliegenden zehn Jahren spürbar gestiegen ist (BIP-Schuldenquote von 40% auf 52%). Viel ist davon in den (unproduktiven) Kauf eigener Aktien gegangen – das Unternehmen wird dadurch teurer, nicht wertvoller, woran das Management über Optionen verdient, die Gehaltsbestandteile sind. Seit 2008 hat sich der Markt für BBB-geratete Anleihen zudem mehr als vervierfacht auf fast drei Bill. Dollar. Die Hälfte des als Investment gerateten Anleihemarktes besteht jetzt aus dem niedrigsten Qualitäts-Rang. Steigende Zinsen führen hier schnell zu Problemen.

Eine wichtige Komponente bei all dem ist die Entwicklung des Dollar. Als vor einigen Tagen der Miniatur-Kompromiss im Handelsstreit verkündet wurde, durchbrach der Dollar-Index die Unterseite eines seit 18 Monaten bestehenden Aufwärtskanals. Er kehrte zwar anschließend wieder zurück, aber hier scheint jetzt Verkaufsdruck aufzukommen ([Chartquelle](#)).



Fällt die angesprochene Linie, dürfte sich für in US-Assets engagierte Ausländer recht bald der Punkt ergeben, dass ihre Gewinne abschmelzen. Das gilt insbesondere für Anleihegläubiger. Entsprechende Verkäufe würde Aufwärtsdruck auf die Renditen bewirken.

Bei Euro/Dollar sieht es spiegelbildlich zum Dollar-Index aus, 1,15 dürfte das nächste Ziel sein. Ein festerer Euro ist nicht nur für die deutsche Export-Wirtschaft eine ungünstige Begleitmusik ([Chartquelle](#)).



Gold zeigte in den zurückliegenden Tagen ebenfalls Stärke und notiert mittlerweile bei 1500 Dollar, nachdem ein Widerstand bei 1480 gefallen ist. Der Goldpreis wird neben dem Zins- und Preisniveau auch vom Außenwert des Dollar beeinflusst. Er bestätigt insofern den Verkaufsdruck auf den Dollar, der tendenziell inflationär wirkt ([Chartquelle](#)).



Schaut man auf den Kupferpreis, ein im Zeitalter der Informationstechnologie besonders wichtiges Metall, so offenbart sich hier (S&P GSCI Copper Index) seit Anfang Dezember Stärke. Wird der Pegel bei 450 überwunden, dürfte sich weiteres Aufwärtspotenzial eröffnen ([Chartquelle](#)).



Da Rohstoffe in Dollar notieren, werden deren Preise neben steigender Nachfrage auch von Dollar-Schwäche gestützt. Die Entwicklung der Ölpreise läuft in die gleiche Richtung.

Das sind alles zunächst nur frühe, zarte Hinweise. Aber häufig fangen große Anleger in den Volumenschwachen Tagen vor dem Jahreswechsel an, sich für das kommende Jahr zu positionieren. Zusammengenommen ergibt sich ein für mich schlüssiges Bild.

Und so sieht für mich das best-case Szenario für die ersten Monate des Jahres 2020 folgendermaßen aus: Der Dollar-Index leitet eine Schwächephase ein (Stärke in Euro/Dollar). Gold baut weitere Stärke auf. Die Renditen steigen, die Fed arbeitet dagegen, sie wird vermutlich im März ihr Anleihekaufprogramm verlängern, womöglich sogar ausweiten. Ein schwächerer Dollar lässt das Preisniveau steigen, was wiederum die Folgen anziehender Renditen abmildert. Aktien dürften eine hochvolatile Phase durchlaufen, hin und her gerissen von „Inflationsillusion“, schwächerer Wirtschaftsentwicklung und lahmenden Gewinnen. Ob es später im Jahr hier zu einem erneuten Aufschwung kommt, würde ich Stand heute mit einem Fragezeichen versehen.

Im worst-case kommt es zu einem „Kredit-Ereignis“, ausgelöst durch die sich beschleunigende Wirkungsspirale von Dollar-Schwäche, hoher Verschuldung (Unternehmen!) und steigenden Renditen. Das wäre für den Goldpreis der Turbo, Aktien würden hingegen heftig unter Druck geraten. In diesem Falle würden Rohstoffpreise und allgemeines Preisniveau vermutlich ebenfalls einbrechen. Diese Entwicklung sollte man meiner Meinung nach besonders im Auge haben, ein wichtiger Zeitbereich dürfte der März sein.

Und "schwarze Schwäne" gibt es ja auch noch...

Nachtrag:

(2.1.20) Lesenswert – ["As the Stock Market Hits Record Highs, Guggenheim's Miner Says We're Near a 'Minsky Moment'"](#)