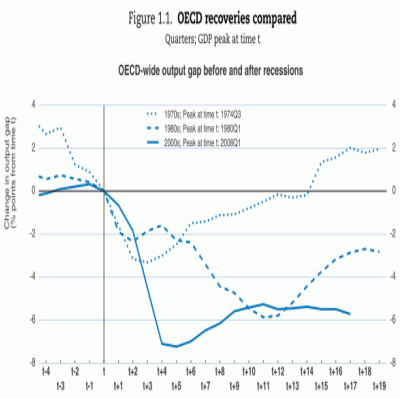


Zwischen Wachstumsflaute, Liquiditätsflut und Politik

Description

Das Jahr 2012 neigt sich dem Ende zu und was liegt näher, als sich mit dem zu beschäftigen, was kommt. Zunächst einmal scheint die „fiscal cliff“ in den USA die Akteure zu beherrschen. Seit Wochen wird das Thema in den Medien herauf- und herunterbehandelt. So wie es heute üblich ist – mit viel Getöse und Hysterie.

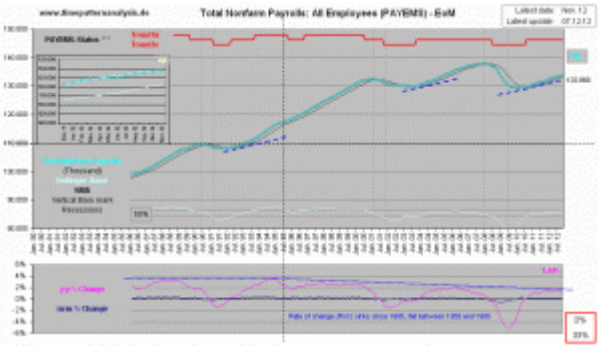
Langfristig bedeutsam ist es aber nicht – wenn sich die Parteien nicht noch einigen, treten mit dem Jahresbeginn staatliche Ausgabenkürzungen in Höhe von 600 Mrd. Dollar in Kraft – Geld, was der amerikanische Staat sowieso nicht hat und sich erst leihen muss. Hinzu kommen längst fällige Steuererhöhungen. Beides zusammen kostet Wachstum, ob daraus alleine aber eine Rezession wird, ist nicht ausgemacht. Möglicherweise ist die „fiscal cliff“ nur ein weiterer Baustein in der Überzeugung vieler Wirtschaftssubjekte, dass eine Rezession sowieso unausweichlich ist. Nach drei Jahren schuldenfinanzierten Crack-up-Booms besitzt dieses Szenario schon aus zyklischen Aspekten eine hohe Wahrscheinlichkeit.

In Erwartung von Steuererhöhungen, die wohl mit oder ohne „Cliff“ greifen, schütten US-Unternehmen in diesem Jahr Sonderdividenden aus oder ziehen die Auszahlung von Dividenden vor. Das rechnet sich für diejenigen, die in den Genuss solcher Zahlungen kommen. Seit 2003 werden Dividenden fest mit 15% besteuert. Im nächsten Jahr werden sie wie normales Einkommen behandelt, dann steigt der Steuersatz auf bis zu 43,4%. Die Mittel für Sonderdividenden, die zahlreiche Unternehmen auszahlen, steht diesen für ihr normales Geschäft nicht mehr zur Verfügung. Es fehlt für Expansion, es fehlt für die Schaffung von Arbeitsplätzen – kurz gesagt, es fehlt für wirtschaftliches Wachstum.

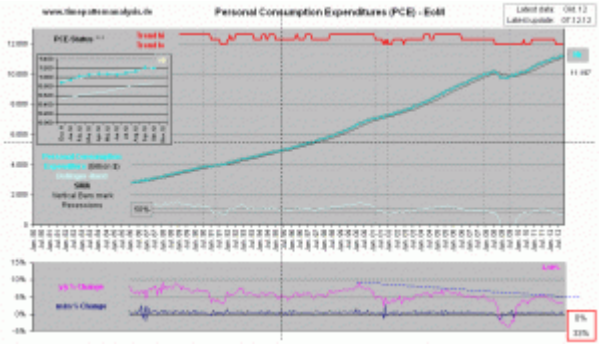
Schwache Wachstumsaussichten

Wenn eine steigende Zahl von Unternehmen keine Verwendung für die Mittel sieht, die jetzt ausgeschüttet werden, so ist das unabhängig von allen Besteuerungsplänen für Dividenden ein grottenschlechtes Zeichen. Das deckt sich damit, dass die Unternehmensumsätze in den zurückliegenden Quartalen gesunken sind. In der abgelaufenen Quartalssaison konnten nur noch 38,2% der Unternehmen die Erwartungen bei den Umsätzen schlagen. Das historische Mittel liegt bei 62%, in den zurückliegenden vier Quartalen war der Wert schon auf 55% gesunken. Das aber spiegelt nur wider, dass die Wachstumsdynamik nachlässt, ein Effekt, der sich seit Mitte der 1990er Jahre immer stärker manifestiert (siehe auch hier).

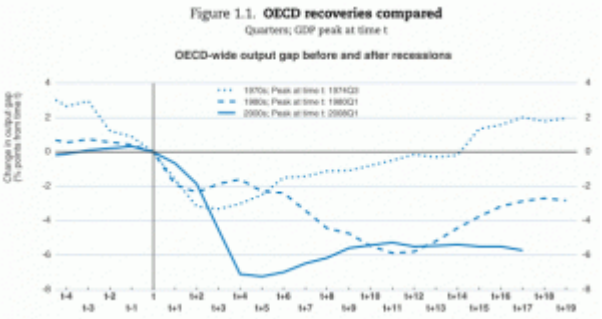
Das lässt sich an einer Reihe von Makrodaten-Reihen nachweisen, ich greife zwei heraus. Die Stellen-Entwicklung am US-Arbeitsmarkt (“PAYEMS“) zeigt seit Mitte der 1990er Jahre konsistent abnehmende Jahreszuwächse (sinkende blaue Linie im unteren, kleinen Chart).



Bei den privaten Konsumausgaben („PCE“) lässt sich seit der Jahrtausendwende eine ähnliche Entwicklung zeigen (auch hier sinkende blaue Linie im unteren, kleinen Chart).



Interessant ist auch der folgende Chart aus dem jüngsten Economic Outlook der OECD. Er zeigt, dass es immer länger dauert, die Output-Lücke nach Rezessionen wieder zu schließen – falls es überhaupt noch gelingt.



Dabei sind die USA innerhalb der industrialisierten Länder der Einäugige unter den Blinden. Die Eurozone befindet sich in (bisher milder) Rezession und es ist davon auszugehen, dass sie sich weiter verstärkt. Wenn dem so ist, wird sich ihr Kern nicht entziehen können. Und so ist die deutsche Industrieproduktion im Oktober um 2,6% gesunken nach minus 1,3% im Monat davor. Der Bailout-Prozess der Eurozone hängt zu einem großen Teil daran, dass Deutschland den Fels in der Brandung darstellt und einen guten Teil der Zeche zahlt.

So wenig wie sich Deutschland auf längere Sicht vom Rest der Eurozone abkoppeln kann, so wenig kann sich der Rest der Welt dauerhaft von Europa abkoppeln. Die USA haben da noch vergleichsweise gute

Karten, weil sie über einen großen Binnenmarkt verfügen. Aber die Emerging Markets hängen eng an der Weltkonjunktur im allgemeinen und an der Konjunktur in Europa im Besonderen. Und sie brauchen deutlich höhere Wachstumsraten, als wir das gewohnt sind, damit sich ihre Wirtschaft stabil entwickelt.

Fundamentale Aspekte überflüssig?

Eigentlich könnte ich es (spätestens) an dieser Stelle mit dem Blick auf fundamentale makroökonomische Aspekte bewenden lassen. Wenn es alleine danach ginge, wäre ein Ökonomenkongress-DAX bestenfalls 6200 Punkte wert.

Aber erstens folgt die reale Preisbildung stets dem Motto „himmelhochjauchzend – zu Tode betrübt“ und zweitens verzerrt die lockere Geldpolitik rund um den Globus, sorgt für Inflation bei den Assetpreisen im Finanzsektor. Die Billig-Liquidität will investiert werden. Anleihen geben nicht mehr viel her, die Rendite von gut gerateten Bonds sind real negativ.

Also strömt immer mehr Liquidität in Sachwerte, Aktien, Immobilien und Rohstoffe.

Zunehmend wird auch die Realwirtschaft einbezogen. Wenn sich große Unternehmen zu einem bis zwei Prozent verschulden können, ist das für diese zwar schön, aber gesamtwirtschaftlich „ungesund“. Es weist darauf hin, dass Kapital „zu billig“ ist.

Wenn etwas zu billig ist, wird der Bogen überspannt – es kommt zu Fehlallokationen. Die Schuldenblase wird größer, es werden sogar Kredite zur Finanzierung von Zinsen früherer Darlehen aufgenommen. Das Wirtschaftswachstum gibt die Erwartung nicht her, dass die Einnahmen der Investition am Ende ihre Kosten deckt. Die Finanzierungsblase platzt im sogenannten „Minsky-Moment“. Die Finanzindustrie hat gelernt, dass sie von der Politik herausgehauen wird – das fördert neben den geringen Kapitalkosten riskantes Verhalten. Man ist ja „versichert“.

Mit den immer stärker werdenden Eingriffen der Notenbanken, der immer geringeren Eigendynamik der Realwirtschaft und den immer größeren Risiken eines Schocks steigt auch der Einfluss der Politik auf das Geschehen an den Finanzmärkten. Die Preisbildung folgt immer weniger der eigenen „Mechanik“, Anstöße und Einflüsse von außen spielen eine immer größere Rolle.

Verschuldungsblase

Hohe und tendenziell zunehmende Verschuldung trifft mit geringer Wachstumsdynamik zusammen. Würde die Wirtschaft der entwickelten Länder mit 3% pro Jahr nachhaltig wachsen, könnte man sich zurücklehnen, denn dann könnte man aus den Schulden herauswachsen. Dies ist aber gerade nicht gegeben.

Das einzige, was in diesen Jahren nach dem offenen Ausbruch der Finanzkrise rasant wächst, ist die Geldmenge im Finanzsystem. Ihr Grenznutzen nimmt ab, demzufolge müssen die Liquiditätsschübe immer größer werden. Mit diesen Mitteln wird spekuliert, das ist auch so gewollt, weil man davon ausgeht, dass sich die Banken damit bis zu einem gewissen Grade sanieren und dabei den Staaten gleichzeitig ihre Verschuldung erleichtern. Zombie-Banken und Pleite-Staaten ketten sich dabei zunehmend aneinander – wenn man zwei Ertrinkende zusammenbindet, wird daraus noch kein Schwimmer.

Manche bangen, dass Rating-Agenturen die fiskalische Klippe zum Anlass nehmen, die Bonität der USA abzustufen. Vielleicht wird es dann so wie im August vor einem Jahr. Damals einigten sich die politischen Kontrahenten fünf vor 12 auf die Anhebung des Schuldendeckels, es folgte die Abstufung der USA im Kreditrating. Das Ergebnis? Die Treasury-Zinsen sind heute niedriger als damals – und noch weit geringer als im April 2010.

Aktien-Rallye – wie lange noch?

Sachwerte wie Aktien sind unter diesen Bedingungen schon weit gelaufen und unter Bewertungsaspekten nicht mehr billig. Das gilt v.a. für die USA, in Europa, speziell in der südlichen Peripherie hingegen gibt es noch „Schnäppchen“ – aber nur, wenn man unterstellt, die Eurozone bekommt ihre Krise in den Griff.

Das große Bild zeigt meiner Meinung nach einen Bärmarkt, der mit dem Platzen der Technologieblase im Jahre 2000 begann und dem Kondratieffschen „Winter“ entspricht. Der S&P 500 erreichte seinerzeit ein Hoch bei über 1500 Punkten, dasselbe Niveau wurde im Spätjahr 2007 noch einmal erreicht. Dann folgte der Absturz im Gefolge des offenen Ausbruchs der Finanzkrise. So lange der Index seinen Topp-Bereich nicht unter sich lässt, zumindest aber 1474 nach oben durchbricht, ist auch die Untergrenze der aktuellen Schiebezone bei 1100 nicht aus der Welt.

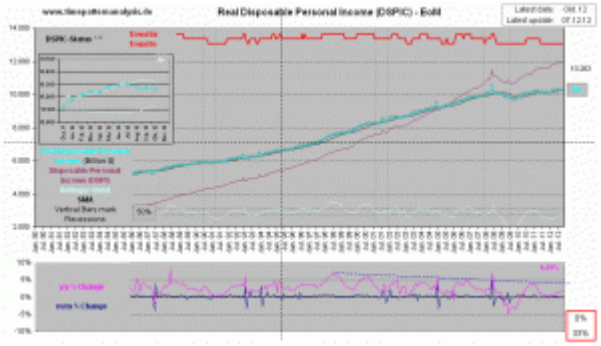
Wie lange Aktienkurse noch laufen, wie lange hält der Herdentrieb noch an?
Die Investmentlegende Bob Farrel sagt, der langfristige Marktverlauf ist wie ein Gummiband – wird es stark in eine Richtung ausgelenkt, schwingt es nach dem Loslassen in die andere; dabei können exponentiell steigende oder fallende Märkte weiter gehen als man gemeinhin denkt.

Aus meiner Sicht ist der exponentielle, die jüngere Historie stärker berücksichtigende gleitende 200-(oder 250)-Tage-Durchschnitt ein gutes Maß für Übertreibung und demzufolge eine Warnung vor einer heraufziehenden Liegt der Kurs bei großen Aktienindices 10% darüber, sollte man vorsichtig werden.
Je volatiler ein Index oder ein beliebiger anderer Preis sich über das genannte Zeitfenster gibt, je höher darf auch der Warnpegel sein.

In einer Situation wie der aktuellen ist es für eine langfristige Positionierung schon allein aus Sicherungs-Erwägungen nicht die schlechteste Idee, ein Depot aus starken Dividenden-Aktien aufzubauen, etwa aus den Bereichen Pharma, Konsum und Energie. Solche europäischen Blue-Chips mit einer guten internationalen Marktstellung können von einem tendenziell weiter schwächelnden Euro zusätzlich profitieren. Auch solche aus den USA gehören mit hinein, denn Dollar-Anlagen sollten durch einen tendenziell festeren Dollar zumindest gut nach unten abgesichert sein. Letztlich geht es dabei darum, sich gegen den „worst case“ etwa einer Währungsreform abzusichern, bei dem alle geldlichen Ansprüche „den Bach heruntergehen“.

Aber auch als Schutz vor Inflation –so sie denn kommt- ist man mit einem solchen Depot auf der sicheren Seite.

Die Liquiditätsflut sorgt dafür, dass das Inflationspotenzial steigt. Damit aus dem Potenzial Realität wird, gehört neben dem Wunsch und Wille von Politik und Notenbanken auch die Nachfrage-Seite dazu. Von einer Lohn-Preis-Spirale ist bis jetzt allerdings wenig zu erkennen. Im Gegenteil – der Verlauf des realen, verfügbaren Einkommens in den USA („DSPIC“) zeigt ebenfalls seit Ende der 1990er Jahre abnehmende jährliche Zuwächse (Blaue Linie im kleinen, unteren Chart).



Sollte die Inflation jedoch anlaufen, sei es, dass es gelingt, eine Lohn-Preis-Spirale in Gang zu setzen, sei es, dass es gelingt, per zunehmender Inflations-Erwartung die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu steigern, dann wäre das zunächst ein weiteres Argument für Sachwerte (Aktien) – zumindest so lange die Inflations-Illusion wirkt.

Gold?

Gold ist in der zurückliegenden Dekade hervorragend gelaufen. Es hatte zuletzt eine spekulative Blase gebildet, die im Spätsommer 2011 geplatzt ist. Danach kam es jedoch nicht zu einem heftigen Einbruch, die Korrektur spielte sich in einer relativ engen Seitwärtsspanne zwischen 1550 und 1800 Dollar ab. In der ersten Dekade des 21sten Jahrhunderts spielte der tendenziell schwache Dollar eine wichtige Rolle als Treiber für den Goldpreis. Das tritt mittlerweile als Argument in den Hintergrund. Die Nachfrage nach einem „sicheren Hafen“ zum Schutz vor dem Auseinanderbrechen der Eurozone ist mit dem Versprechen von EZB-Draghi, alles zu tun, um den Euro zu retten, ebenfalls rückläufig.

Andererseits ist der Euro noch keineswegs über den Berg, die fundamentalen Wachstumsaussichten sind trübe, die Zinsen bleiben real niedrig bis negativ, erst recht, wenn sich inflationäre Tendenzen in der Realwirtschaft manifestieren sollten. Übergeordnet ist das Fiat-Geldsystem Kreditgeldsystem in einer sehr problematischen Phase. Die überschuldeten Staaten und Banken haben von einer erlahmenden Wirtschaftsdynamik wenig zu erwarten, das Drucken von weiterem frischem Geld gilt da als das einzige (letzte) Mittel der Wahl.

Daher ist Gold gut nach unten abgesichert und dürfte langfristig von eben denselben Sicherheitserwägungen beflügelt werden, die auch andere Sachwerte unterstützen. Per Ende 2013 sollte ein Goldpreis von 2050 Dollar möglich sein.

Euro weiter schwach

Gold-Käufern im Euro-Raum spielt besonders in die Hände, dass der Euro gegen Dollar auf Sicht Ende 2013 deutlich an Wert verliert, wie ich glaube. Die Eurozone hat ein massives Interesse an einer solchen Abwertung, damit sie über eine auf dem Weltmarkt verbesserte Wettbewerbsstellung einen Teil ihrer Krisenfolgen abfedern kann. Gleichzeitig entspricht ein schwächerer Euro auch der relativen Schwäche dieses Währungsraums im Vergleich zum US-Dollar.

Die Parität Euro-Dollar sollte Ende 2013 1,10 bis 1,15 erreichen.

(Dieser Artikel ist zuerst in "Trader-Szene – Das Online-Magazin", Ausgabe 1/2013, erschienen – abgefasst Anfang Dezember 2012)