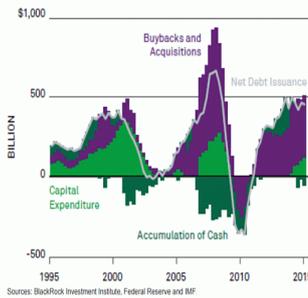


US Corporate debt was not used productively

U.S. Nonfinancial Firms Use of Debt, 1995-2015



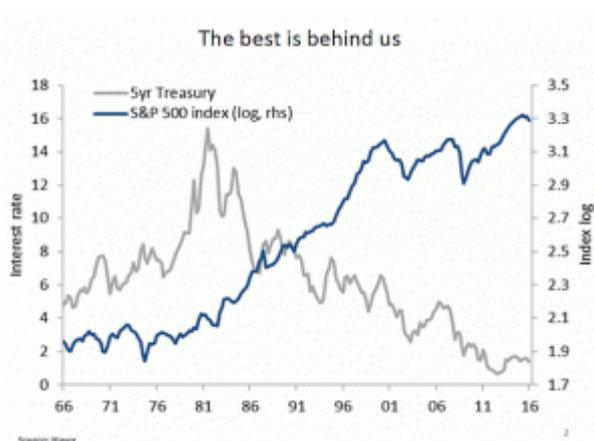
„TINA“ wird alt

Description

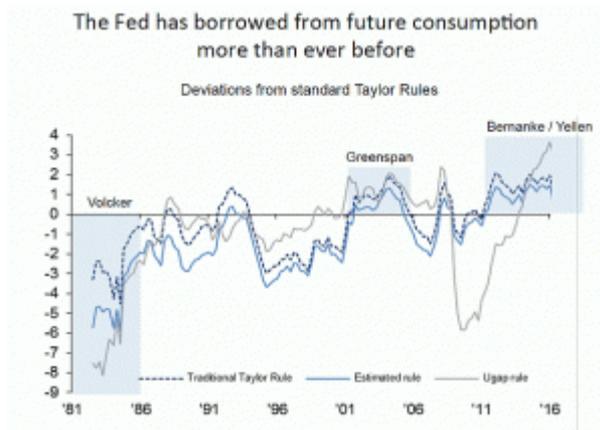
Als Hedgefonds-Legende Stan Druckenmiller 1981 anfang, lag die risikofreie Rendite fünfjähriger US-Staatsanleihen bei 15%, real waren es damals nahe an 5%. Damit andere Assets mithalten konnten, mussten sie sehr billig sein. Die extrem kontraktive Geldpolitik des damaligen Fed-Chefs Volcker zwang zu Restrukturierungen auf der Makro- und Mikroebene, Unternehmen mussten ihr Kapital mit Bedacht investieren. Das führte zu einer der historisch besten Investitionsumgebungen, sagte Druckenmiller kürzlich auf einer Investorenkonferenz in einem viel beachteten Vortrag und fragte: Wie kann das genaue Gegenteil, nämlich die heutige Geldschwemme, ebenfalls gute Investitionsbedingungen bereithalten?

Seit langem wird die Leier gedreht, zu Aktien gibt es angesichts von Nullzinsen keine Alternative, auf Englisch "there is no alternative", abgekürzt TINA. Anfang der 1980er Jahre waren die Bewertungen bei Aktien niedrig, nach Shiller-KGV (CAPE-KGV) waren es damals sieben, heute kommen wir auf 25, 2000 fehlte nicht viel bis 45. Die Unternehmensverschuldung war weniger als halb so hoch wie heute, mit der Aussicht auf Kredit-getriebenes Wachstum.

Der folgende Chart zeigt die divergente Entwicklung von Aktienkursen (jährliche Veränderung) und Rendite fünfjähriger US-Staatsanleihen. Heutzutage sind die Zinsen historisch niedrig, Aktienkurse historisch hoch. Das legt nahe, dass das Beste hinter uns liegt. Null Prozent Rendite stellt eine Art natürlichen Boden dar, auch wenn die Zentralbanken dieser Welt dabei sind, die Zinsen in den negativen Bereich hinein zu manipulieren.

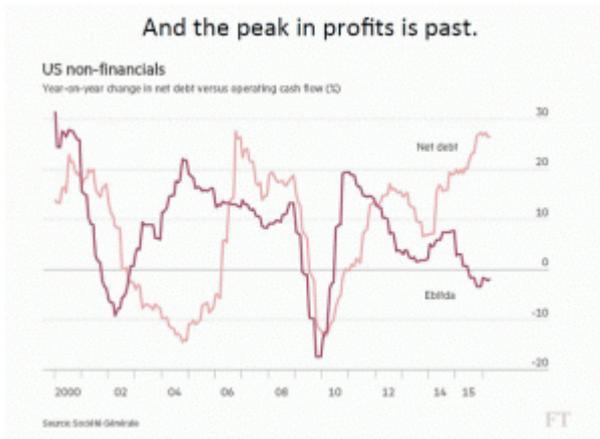


Die Antwort der Notenbanken auf die Folgen der Finanzkrise 2008 hat bis jetzt Deleveraging verhindert, im Gegenteil, die Verschuldung steigt global weiter an. In den USA hat die Gesamtverschuldung gut 350% des BIP erreicht. In der „Großen Rezession“ wurden die Zinsen auf Null gesetzt, die Fed verlängerte ihre Bilanz auf 1,4 Bill. Dollar. Nach Ende der Rezession ging es weiter, die Bilanz wuchs um weitere 2,2 Bill. Dollar. Und die Tauben bleiben in der Fed am Ruder. Zögerlich genug wurden die Leitzinsen im Dezember leicht angehoben auf einen Bereich zwischen 0,25% und 0,50%. Nach [Taylor-Regel](#) sieht Druckenmiller den angemessenen Leitzins heute nahe bei 3% liegen. Damit wird die Fed zu der am wenigsten Datengetriebenen Fed der Geschichte. Dabei behauptet sie stets, bei ihrer Politik lasse sie sich von den Makrodaten leiten. Ich hatte mehrfach hergeleitet, dass ein Zinsniveau von rund 2% angemessen ist.

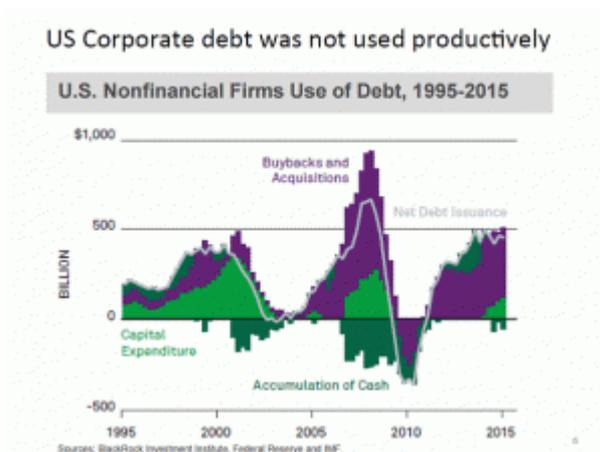


Welcher Unterschied zu Volckers Geldpolitik der 1980er Jahre! Damals wurden kurzfristige Schmerzen bewusst in Kauf genommen, um die Inflation zu bekämpfen und Reformen voranzutreiben. Es entstand ein produktiver Boom, das reale Wachstum stieg an und ein 25 Jahre langer Bull-Markt startete. Heute wird das Gegenteil praktiziert. U.a. wegen der mitgeschleppten Altlasten bleibt das Wachstum auch im achten Jahr der „Krisenbekämpfung“ anemisch, in [Japan sind es schon mehr als 20 Jahre](#). Die Fed macht mit ihrer Politik so große Anleihen an künftigen Konsum wie niemals zuvor und scheint nur im Sinn zu haben, weitere sechs Monate ohne einen Absturz im S&P 500 über die Runden zu bringen und kurzfristig eine Rezession zu verhindern. Damit wird aber übergeordnet das Gegenteil erreicht, dringend notwendige Reformen und Restrukturierungen auf unternehmerischer wie staatlicher Ebene werden vermieden, die Wahrscheinlichkeit eines wirtschaftlichen Kollaps steigt.

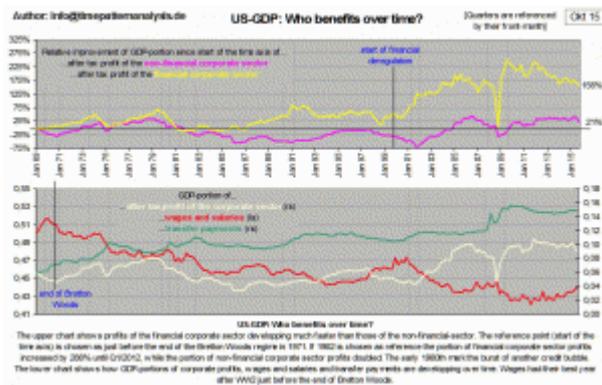
Das Wachstum des operativen Cashflow der US-Unternehmen erreichte vor fünf Jahren seine Spitze. Seitdem ist es Jahr für Jahr zurückgegangen, seit über einem Jahr ist es sogar negativ, die Nettoverschuldung der US-Unternehmen hingegen steigt schnell an. Diese Kombination hat es seit Ende des Zweiten Weltkriegs nicht gegeben. Vor 2008 fielen die Spitzen beider Zeitreihen recht gut zusammen, seit fünf Jahren jedoch geht die Schere immer weiter auseinander.



Wozu wird die wachsende Verschuldung der Unternehmen eingesetzt? In den 1990er Jahren wurde damit das Internet und sein Einsatz in den Unternehmen finanziert, heutzutage jedoch dient es vor allem „finanziellem Engineering“, also Aktienrückkäufen und M&A-Aktivitäten. Seit 2000 ist klar eine sinkende Investitionsneigung zu erkennen (Capital Expenditure – hellgrün im folgenden Chart). Die jährlichen Ausgaben für „financial Engineering“ haben zwar noch nicht die Dimensionen wie vor 2008 angenommen, akkumuliert man sie aber über die zurückliegenden fünf Jahre, dürfte man auf eine ähnliche Summe kommen wie in der Zeit vor 2008. Noch etwas fällt auf – das Halten von Cash scheint „out“, kein Wunder bei Nullzinsen.



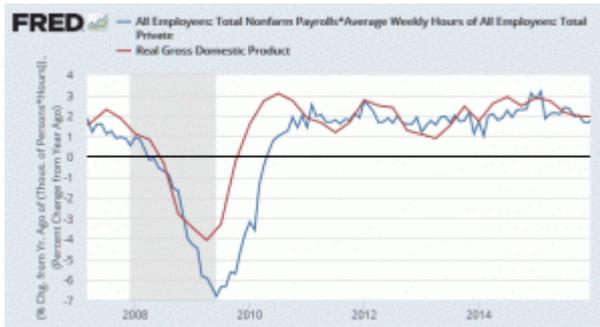
Der Anteil der Unternehmensgewinne am BIP erreichte 2012 seine Spitze und fällt seit dem zweiten Quartal 2015 deutlich ab (siehe im unteren Teil-Chart „GDP-portion of the...after tax profit of the corporate sector“). Einmal mehr wird im oberen Teil-Chart deutlich, wie gut sich der Gewinnanteil der Finanz-Unternehmen seit 1970, bzw. seit den frühen 1980er Jahren gegen dem Nicht-Finanz-Sektor entwickelt hat.



Der Unternehmenssektor hat aktuell zu kämpfen mit zweifelhafter Kapitalallokation, geringer Produktivität, sinkenden Margen und steigender Verschuldung. Und das bei einem CAPE-KGV von 25! Die sinkenden Gewinn-Margen werden im folgenden Chart deutlich. Aktuell ist ein negatives Wachstum von 20% pro Jahr erreicht – ein in der Vergangenheit stets kritischer Wert.



Gegenwärtig erscheint die Wahrscheinlichkeit eines unmittelbaren Starts einer Rezession in den USA weiterhin relativ gering. Multipliziert man die Anzahl der Arbeitsplätze mit den durchschnittlichen Wochenarbeitsstunden, so ergibt sich eine zeitnahe Abschätzung des realen Produktionspotenzials (siehe auch [hier!](#)) und damit so eine Art vorlaufenden Indikator für das reale BIP. Nach folgendem [Chart](#) zeigt sich allerdings auch, dass der „Komfortbereich“ nicht üppig ist. Die Tendenz geht seit über einem Jahr abwärts, das entspricht auch der Entwicklung des realen BIP. Unterhalb von einem Prozent jährlicher Steigerungsrate des Produkts aus Arbeitsplätzen und Wochenarbeitsstunden wird es kritisch – dann wird die Geschwindigkeit zu gering und es droht ein Absturz. Wenn Gewinnmargen und Investitionen weiter sinken, wäre das ein Alarmzeichen, dann ist der noch vorhandene „Sicherheitsabstand“ schnell aufgebraucht.



Mag sein, dass die Aktienkurse dann immer noch verzögert reagieren, aber wetten würde ich darauf nicht. Zu lange laufen Kurse und fundamentale Basis schon auseinander. Die Fed mag kein Konzept für ein Endspiel haben und versuchen, sich weiter durchzuwurschteln. „Politiker haben kein Endspiel – Märkte schon“, warnt denn auch Druckenmiller.

Der [S&P 500](#) befindet sich aus meiner Sicht seit einem Jahr unterhalb der seinerzeit erreichten Spitze bei rund 2130 in einer sehr stark gestreckten Topp-Bildung. Aktuell notiert der Index an einer weiteren von Anfang November her kommenden Abwärtslinie. Konnte er Anfang November noch bis auf leicht über 2110 steigen, hat er in der zweiten Aprilhälfte nur noch 2100 knapp überwinden können – das sind jeweils nur marginal tiefere Hochs, aber dennoch ist das ein Anzeichen von Schwäche. (Die braunen Linien begrenzen einen Aufwärtskanal aus 2009.)



Zu den momentan eingetrübten Aussichten bei Aktien zählt auch, dass die Volumenverteilung an der NYSE vor zwei Tagen in Distribution gekippt ist – ein Signal, dass nun Verkaufsdruck aufkommt. Die VIX-Auswertung zeigt kein Anzeichen von „Gier“, was diesen Verkaufsdruck hinsichtlich Auswirkung auf die Kurse kompensieren könnte. Auch die Auswertung des Put-Call-Verhältnisses an der CBoT zeigt kein bullisches Sentiment. Noch liegt der VIX unter seiner EMA50, allerdings warnt die Korrelation von S&P 500 und VIX vor kurzfristiger Instabilität. Das ist immer dann der Fall, wenn VIX und S&P 500 gleichzeitig abwärts orientiert sind, wie das zuletzt der Fall war.

Ach ja, zu welcher Art Investment rät Druckenmiller eigentlich? Jeder sollte seine Aktienbestände liquidieren und Gold kaufen, empfiehlt er.

Unter Verwendung von Material von "[For Stan Druckenmiller This Is "The Endgame" – His Full 'Apocalyptic' Presentation](#)" und "[The slow fuse](#)"

Es gibt keine Alternative zu Aktien heisst es. Immer mehr Anzeichen deuten jedoch darauf hin, dass die Geldflut der Notenbanken nach 2008 fatale Entwicklungen angestossen hat. Unternehmen sind immer höher verschuldet und werden gleichzeitig immer weniger profitabel. Da verwundert es nicht, dass das gesamtwirtschaftliche Wachstum leidet. Fed & Co scheinen nur daran interessiert, Kurseinbrüche bei Aktien zu verhindern und Rezessionen unter immer größeren Anleihen an die Zukunft hinauszuschieben.

Ergänzung:

Der folgende [Chart](#) beleuchtet das Thema Aktienrückkäufe und Dividenden in einem größeren zeitlichen Zusammenhang.

