2018 – Wachstumsphantasien prägen den Ausblick

Description

Ein Jahreswechsel ist häufig ein Anlass für Rück- und Ausblick – nicht nur bei vorsatzschwangeren Silvesterpartys mit billigem Sekt. Nicht selten starten in den Finanzmärkten um diese Zeit neue Trends, oftmals zeichnen sie sich schon im Verlaufe des Dezember zart ab.

Beginnen wir mit dem smartesten aller Moneys, den Währungen. Man kann sich zwar trefflich darüber streiten, was an Geld-Managern smart ist. Aber jemand, der diesen Job im Bereich von Währungen tut, muss sich erstens zwangsläufig mit vielen Länder-, Sektor- und Segment-übergreifenden Themen beschäftigen und geht zweitens mit ungleich höheren Summen um als etwa im Bond- oder Aktiensegment.

Der Dollar-Index hat im Umfeld der Wahl von Trump zum US-Präsidenten im Dezember 2016 bei über 103 ein Hoch markiert. Seitdem verliert er an Wert, eine Gegenbewegung scheiterte im November 2017 bei 95, aktuell notiert er bei knapp 91. Das ist insofern bemerkenswert, als die Fed im zurückliegenden Jahr ihre Leitzinsen drei Mal erhöht hat. Das aktuelle Niveau bei 1,25% bis 1,50% liegt deutlich über den Nullzinsen der EZB und den 0,3% der BoJ. Für 2018 wird mit mindestens zwei weiteren Zinsschritten der Fed von je 0,25% gerechnet.

Das Währungspaar Euro/Dollar bewegt sich seit den frühen 1980er Jahren in einem Aufwärtskanal. 1981 starteten die Reagonomics, die der Wirtschafts- und Finanzpolitik von Trumps als Blaupause dienen. Innerhalb dieses Aufwärtskanals lassen sich Aufwärts- und Abwärtsepisoden von durchschnittlich acht Jahren Länge ausmachen. Mit der Wahl Trumps begann die aktuelle Aufwärtsbewegung. Wenn die Geschichte einen Hinweis auf die Zukunft gibt, sollte diese bis in die Mitte der 2020er Jahre anhalten und dann bei rund 1,80 auf die obere Begrenzung des langfristigen Aufwärtskanals treffen (Chartquelle).

Die Frage ist, ob der Grund für diese Bewegung eher in einem schwachen Dollar oder in einem starkem Euro liegt. Wesentliche, längerfristige Einflussfaktoren dürften sein:

Die Stärke des Euro ist zum Teil dadurch bedingt, dass die EZB ihre QE-Maßnahmen seit Jahresbeginn halbiert und im September beenden will. Eine erste Erhöhung des Leitzinses wird für 2019 erwartet. Der Euro hatte sich in den zurückliegenden Jahren zu einer Carry-Trade-Währung entwickelt, in der sich Ausländer günstig verschulden können. Solche Währungen reagieren sensibel auf ein sich änderndes Zinsumfeld. Wenn sie dann an Wert gewinnen, kommt rasch der Punkt, an dem Kredite in dieser Währung unattraktiv werden. Werden diese aufgelöst, gibt das der Währung zusätzlichen Auftrieb.

Man könnte die Stärke des Euro auch darin begründet finden, dass die Wirtschaft der Eurozone wieder so stark wächst wie seit zehn Jahren nicht. Das könnte Portfolio-Investitionen fördern, die Dollars in die Eurozone strömen lassen.

Die US-Geldmenge wächst weiterhin mit Jahresraten von knapp fünf, bzw. neun Prozent schneller als das BIP, je nachdem ob man das MZM- oder das M0-Aggregat nimmt. Zwar hält sich die Inflation noch zurück, hat jedoch nach CPI (all items) mit 2,1% den Zielbereich erreicht. Der von der Fed besonders beachtete PCE-Price-Indicator (ohne Lebensmittel und Energie) kommt im November auf 1,5%, was keinen unmittelbaren Handlungsdruck auf der Leitzinsseite signalisiert. Auch von der Seite der Lohnentwicklung her mit Jahresraten von rund 2,5% scheint die Preisdynamik gering, erst über drei Prozent wäre aus dieser Sicht eine restriktivere Gangart zu erwarten. Der Plan der Fed, ihre Bilanz bis Oktober 2018 um vorerst 100 Mrd. Dollar zu verkürzen, wirkt inflationsdämpfend.

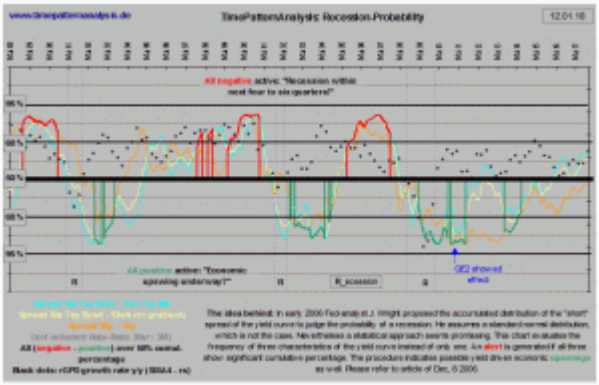
Die Inflationsentwicklung ist in den USA weiter fortgeschritten als in der Eurozone oder etwa in Japan. Das zeigt auch die Underlying Inflation Gauge (UIG) der New York Fed basierend auf nachhaltigen Trends eines breiten Sets von Preisen, realen Aktivitäten und Finanzdaten, die per Jahresende fast drei Prozent Teuerung angibt. Ihr dürfte eine Frühindikator-Funktion zukommen. Diese Aussicht dürfte Dollars im Interesse einer real positiven Anlagerendite außer Landes treiben – erstens gibt es genug davon, zweitens sind die Kurse von Aktien und Anleihen recht weit ausgereizt.

Das zweit-smarteste Money, Bonds, befindet sich in einer gewaltigen Blasenbewegung. Der seit den frühen 1980er Jahren bestehende Zustrom liquider Mittel in dieses Segment hält an. Der Spread zwischen Baa-gerateten Bonds (geringster Investmentgrad) und zehnjährigen Treasurys ist unter zwei Prozent gesunken und liegt jetzt auf einem Niveau, das zwischen Mitte 2005 und Ende 2007 erreicht wurde. Die sinkenden Renditen sind gleichbedeutend mit hohen Kursen. Insgesamt belaufen sich die öffentlichen und privaten Schulden in den USA auf fast 69 Bill. Dollar.

Allerdings haben sich Ende 2017 einige bedeutsame Entwicklungen angebahnt. Die Rendite der zehnjährigen TNotes hat mittlerweile die Oberseite eines aus Mitte der 1980er Jahre stammenden Abwärtskanals überstiegen. Die Differenz zur Rendite der 30-jährigen TBonds weitet sich aus, was dazu führt, dass sich die Zinsstruktur am langen Ende seit Oktober deutlich abflacht (aktuell 0,33%). Gleichzeitig sinkt die Renditedifferenz auch am kurzen Ende. In den zurückliegenden vier Dekaden signalisierte eine inverse Zinsstruktur stets das Heraufziehen einer Rezession (h/t Colin Twiggs – Chartquelle).

Der Chart zeigt jedoch auch, dass zwischen dem ersten Auftreten eines negativen Spreads und dem Beginn einer Rezession ein bis zwei Jahre ins Land gehen können.

Der folgende Chart wertet drei Merkmale der Zinsstruktur statistisch aus. Die Spreads zwischen den 13-wöchigen TBills und den zehnjährigen TNotes, bzw. den 30jährigen TBonds zeigt demnach eine ausreichende Wahrscheinlichkeit für eine in vier bis sechs Quartalen auftretende Rezession, der Spread zwischen den zehnjährigen TNotes und den 30jährigen TBonds bisher jedoch nicht. Wie aus dem Chart ersichtlich müssen aber alle drei Merkmale erfüllt sein. Die Auswertung zeigt daneben auch, wann Zins-bedingte wirtschaftliche Aufschwünge unterwegs sind.



Das am wenigsten smarte Money ist bei Aktien unterwegs. US-Aktien bedinden sich seit Trump und einem Stand des S&P 500 von rund 2120 klar in der nach Dow-Theorie dritten Phase eines Bullen-Marktes. Demnach entsteht in der ersten Phase der Bodenbildung neues Vertrauen in die geschäftliche Zukunft, clevere Anleger steigen ein (Akkumulationsphase). Die zweite Phase wird getragen von der Reaktion der Kurse auf allgemein bekannt werdende Verbesserungen der Gewinnsituation der Unternehmen. In dieser Partizipationsphase springen immer mehr Anleger auf den Kurszug auf (Beginn im aktuellen Bull-Run im Herbst 2011 bei 1220 im S&P 500). In der aktuellen dritten Phase wuchert die Spekulation, Kurse werden v.a. von Hoffnungen und Erwartungen getrieben. In diesem "spekulativen Exzess" steigen immer mehr uninfomierte Anleger ein. Das "Smart Money" der ersten Stunde verkauft hingegen nach und nach, weshalb man auch von der Distributionsphase spricht. Der Herdentrieb stützt die Kurse lange ab, die Marktstruktur verschlechtert sich jedoch zusehends. SmallCaps sind immer weniger gefragt, große Anleger ziehen immer stärker LargeCaps vor, bei denen man sich einen kursschonenderen Ausstieg verspricht.

Sorglosigkeit greift um sich, zu sehen am Verlauf des VIX. Der Index misst die implizite Volatilität im S&P 500, er bewegt sich seit geraumer Zeit nahe seiner historischen Tiefs. Der S&P 500 zeigt eine Trendbeschleunigung, die Aufwärtslinien versteilern sich (Chartquelle).

Die Bewertung von US-Aktien ist mittlerweile sehr hoch. Das gilt auch dann, wenn die Erwartungen einer Steigerung der Unternehmensgewinne im vierten Quartal im S&P 500 um 12,1% y/y eintreffen. Die Trumpsche Steuerreform, auf die lange gewettet wurde, konnte noch im alten Jahr den US-Kongress passieren. Von ihr wird erwartet, dass sie die Unternehmensgewinne in 2018 um weitere neun Prozent steigen lässt.

Ein wichtiger Punkt der Steuerreform betrifft den Rücktransfer von im Ausland geparkten Gewinnen großer

US-Firmen. Es soll sich um insgesamt mehr als zwei Bill. Dollar handeln. Alleine Apple, Microsoft, Cisco, Alphabet und Oracle verfügen über Auslands-Cash in Höhe von zusammen etwa 550 Mrd. Dollar. In diesem Zusammenhang wird erwartet, dass diese Mittel vorrangig dazu benutzt werden, Aktien zurück zu kaufen. Das hält Anleger davon ab, sich von solchen Aktien jetzt zu trennen, zudem führen Aktienrückkäufe zu einer geringeren Bewertung. Dieser optische Effekt macht US-Aktien insgesamt wieder etwas günstiger.

Trump allerdings erwartet, dass die zurückfließenden Mittel „arbeiten, arbeiten, arbeiten“. Fragt sich nur, wo.

Die sich am Horizont abzeichnende inflationäre Dynamik wirkt in ihrer frühen Phase noch positiv auf die Kursentwicklung bei Aktien – die Inflationsillusion wirkt.

Die **Rohstoffpreise** bekommen mit sinkendem Außenwert des Dollar Unterstützung. Die Rohölpreise steigen seit einigen Wochen deutlich an, was insbesondere in Ländern mit schwächer werdenden Währungen, eben auch in den USA, inflationäre Entwicklungen begünstigt. Der Preis für Öl Brent steht jetzt an der wichtigen Marke von 70 Dollar, sie wurde zuletzt im Mai 2015 erreicht. Steigende Rohstoffpreise insgesamt (auch „Dr. Copper“ befindet sich auf einem zuletzt Anfang 2014 gesehenen Niveau) zeigen offenbar steigende Nachfrage. Das wird damit in Zusammenhang gebracht, dass das globale BIP in 2018 um bis zu vier Prozent steigen soll.

Der **Goldpreis** hat sich mit etwas Mühe wieder über den Pegel von 1300 Dollar aufschwingen können. Er sollte von einem schwächeren Dollar und steigenden Preisen her Unterstützung bekommen, steigende Zinsen dürften das Gegenteil bewirken. Aufhellen dürfte sich das Bild, wenn sich der Goldpreis oberhalb von 1350 Dollar festsetzen kann (Chartquelle).

Den größten Gefahrenherd für die Stabilität des Finanzsystems sehe ich in 2018 im Bereich der Anleihen und hier insbesondere in der Entwicklung der zehnjährigen TNotes. Hier muss sich die Fed etwas einfallen lassen für den Fall, dass deren Rendite weiter über der Obergrenze des seit Mitte der 1980er Jahre etablierten Abwärtskanals ansteigt. Als kritischer Pegel gilt aus meiner Sicht 2,62% (aktuell 2,55%).

Viel deutet darauf hin, dass das wirtschaftliche Wachstum in 2018 noch anhält. Damit dürften sich auch Preissteigerungstendenzen festsetzen. Die USA sind der Entwicklung ein Stück weit voraus, andere industrialisierte Länder ziehen nach. Der Dollar sollte seine Schwäche

übergeordnet ausbauen, insbesondere Euro/Dollar dürfte weiteres Aufwärtspotenzial haben. Die Rohstoffpreise werden durch einen schwächeren Dollar und Wachstumsphantasien gestützt. Aktien außerhalb der USA haben Nachholpotenzial in Hinsicht auf eine niedrigere Bewertung. US-Aktien sind historisch hoch bewertet, man erwartet jedoch, dass die Auswirkungen der Steuerreform das Niveau optisch wieder senken. Steigende Ölpreise dürften die Gewinne von Energiefirmen nach Jahren der Schwäche weiter steigen lassen und so ebenfalls das Bewertungsniveau insgesamt drücken. Ob US-Aktien ihre Outperformance werden halten können, steht dahin. Eine markante Kursschwäche würde ich jedoch auch nicht erwarten. Bondrenditen dürften durch inflationäre Tendenzen Auftrieb bekommen, so lange allerdings die großen Zentralbanken ihren Geldhahn nicht zudrehen (was sie sicher nicht tun werden), könnte es gelingen, ein Platzen der Bondblase noch etwas hinaus zu schieben. Die fragile Situation kann allerdings insbesondere durch Schocks schnell außer Kontrolle geraten.