USA – Makrolage in 2020 miserabel

Description

So allmählich laufen die Daten für das zurückliegende Jahr ein – Zeit, sich ein Bild zu machen, nachfolgend für die USA.

Im Fiskaljahr 2020 stellte sich das US-Budget-Defizit auf 3,13 Bill. Dollar, mehr als dreimal so hoch wie im Fiskaljahr 2019. Die staatliche Schuldenquote der USA kommt auf 127% des BIP. Die Gesamtverschuldung (alle öffentlichen und privaten Schulden) erreicht in 2020 406% des BIP, in 2019 waren es 366%. Die ausstehenden US-Staatsanleihen summierten sich bis Dezember 2020 auf 27 Bill. Dollar, eine Steigerung von fast 19% gegenüber dem Vorjahr.

Der Mittelwert der Geldbasis sprang in einem Jahr um 37% (Vorjahr –9%), die Fed-Kredite stiegen um 64% (-8%), die Geldmenge M2 vergrößerte sich um 19% (+5%), die Geldmenge MZM (Finanz-Assets, rückzahlbar zum Nennwert) stieg um 22% (+5%). Die Bilanzsumme der Fed kletterte um 77% auf 7,4 Bill Dollar. Die 30-jährigen Hypothekenzinsen fielen im Dezember mit 2,71% auf ein Allzeittief, im Dezember 2019 standen sie fast 100 Basispunkte höher. Die Hypothekenkredite stiegen auf Jahressicht um 113%. Die Geldumlaufgeschwindigkeit fiel in 2020 um fast 18%, über das Jahr gemittelt liegt sie bei 1,2, dem tiefsten Wert seit 1946.

Je niedriger die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, je mehr Mittel stehen für Investitionen in Finanz-Assets zur Verfügung. Das, zusammen mit der Geldflut der Fed, ließ deren Preise deutlich ansteigen: Die Rendite der 30-jährigen TBonds (TYX) stand zum Jahreswehsel 29% tiefer als ein Jahr zuvor, der Kurs 10% höher. Die Rendite der 10-jährigen TNotes (TNX) fiel um 51%. Der S&P 500 verzeichnet im selben Zeitraum einen Zuwachs um 14%, das im S&P 500 gehandelte Volumen lag im Jahresdurchschnitt 39% höher als im Jahr 2019. Der Goldpreis in Dollar legte im Jahresverlauf 2020 um 27% zu, Rohstoffpreise (CRB-Index, excess return) sanken um 10%. Der Dollar-Index gab um 7% nach, Euro/Dollar befestigte sich um 10%.

Die jährliche Preissteigerung nach US-CPI (CPIAUCSL) lag im Dezember bei 1,29%, im Dezember 2019 wurden 2,29% gemessen. Die Jahresmittel vergleichen sich zu 1,33% und 1,82%. Der PCE-Kernpreis-Indikator (PCEPILFE) stieg per Dezember 2020 um 1,45% (Jahresmittel 1,42%), für 2019 wurden 1,62% (1,73%) gemeldet. Der PCE-Index (persönliche Verbraucherauslagen) kam per Dezember 2020 im Jahresvergleich auf –2,1% nach +4,7% im Dezember 2019. Die Sparquote stieg per Dezember 2020 im Jahresvergleich um +90% nach –21% ein Jahr zuvor. Das verfügbare Einkommen stieg in 2020 um 4,7% nach +2,5% in 2019. Die staatlichen Transferzahlungen kamen im Mittel in 2020 auf 19,3% des BIP nach

14,5% in 2019, eine Steigerung um 33%, absolut gesehen stiegen sie um 40% auf fast 4,3 Bill. Dollar. Das nominale BIP schrumpfte auf Jahressicht um 1,2% (real –2,5%), in 2019 wurden +4,0% (+2,3%) ermittelt.

Die Gesamt-Verschuldung ist stark angewachsen, das BIP (nom.) deutlich gesunken, mithin ist das Verhältnis der beiden Werte im Jahresvergleich deutlich angewachsen, per Q4/2020 um etwa 13%. Die stark angewachsene Geldmenge hat zum selben Ergebnis geführt wie bisher auch stets: Die Assetpreise sind gestiegen, hier herrscht Inflation.

In der Realwirtschaft sorgt die Kaufzurückhaltung der Verbraucher für verhaltene Umsätze und relativ geringen Preisauftrieb. Die Sparquote ist stark gestiegen, die Einkommen sind deutlich angewachsen (u.a. durch staatliche Transferzahlungen) – hier baut sich ein Potenzial auf für künftige Nachfragesteigerungen, wenn die Faktoren wegfallen, die bisher für Kaufzurückhaltung sorgen.

…„wenn die Faktoren wegfallen, die bisher für Kaufzurückhaltung sorgen“. Das ist natürlich ein Hinweis auf „Corona“, besser gesagt, auf die Maßnahmen, die gegen dieses Virus ergriffen wurden. So lange zu erwarten ist, dass ganze Volkswirtschaften jederzeit weiter angehalten werden, so lange bleibt es auch beim „Potenzial“. So lange bleiben auch die Inflationsdaten „gehemmt“, die die Fed so gerne deutlich über die magischen zwei Prozent schnellen sehen möchte, um dann … nichts zu tun, für längere Zeit.

Folgendes ist in diesem Zusammenhang zu beachten: Die Einkaufspreise in der Fertigungsindustrie steigen seit einigen Monaten deutlich an (+8% seit April), hier baut sich Kostendruck auf. Bleiben die Verbraucher aus den besagten Gründen weiter vorsichtig, werden die gestiegenen Kosten nicht so ohne weiteres auf die Verbraucher überwälzt werden können. Das wiederum hat zur Folge, dass sich die Ergebnissituation der Fertigungs-Unternehmen verschlechtert.

Dadurch bekommt das Aktien-KGV Aufwärtsdruck, das mit aktuell fast 34 (Shiller-CAPE) schon sehr hoch ist. Die Dividendenrendite ist mit 1,58% so niedrig wie seit 2004 nicht, im Jahresvergleich sind die Dividenden aktuell niedriger als im Vorjahr. Die Gewinne liegen in Q4 fast 25 tiefer als vor einem Jahr. Das sind keine guten Rahmenbedingungen für stabile bis steigende Aktienkurse – wenn, ja, wenn die „Virus-Angst“ fortbesteht. Wobei übergeordnet gilt, dass der seit 2009 anhaltende Bull-Run seinem Ende entgegengeht.

Für die Renditen gilt ähnliches: So lange die Situation ist, wie sie ist, bleiben die Renditen tief, die Anleihekurse hoch. Das wiederum ergibt die Rückkopplung zum Inflationsthema – niedrige Renditen, niedrige Teuerung. Reflektieren die Finanzmärkte jetzt wieder stärker das ungünstige Makro-Umfeld, dürfte auch der Rendite-Spread am langen Ende (30 vs 10 Jahre) abnehmen, der zum Jahreswechsel mit rund 0,74% deutlich über dem Vorjahres-Wert von 0,46% lag. Viel spricht dafür, dass dies vom oberen Ende her passiert.

Von der Makroseite sind die Voraussetzungen für haussierende Aktien gegenwärtig aus vielerlei Gründen ungünstig. Das waren sie allerdings schon (mindestens) seit Anfang 2020, wenn nicht schon längere Zeit davor. Gestört hat dieser "Disconnect" die Aktionäre nicht, die überreichlich vorhandene Liquidität wurde in Aktien geschoben, als gäbe es kein Morgen mehr. Alles geht irgendwann zu Ende, die momentan angelaufene Serie von Gewinnmitnahmen mag sich zu einer Korrektur auswachsen oder noch nicht. Wie angeknackst ist das Sentiment der Bullenherde bereits? Ich komme in einem anderen Artikel darauf zurück.

Man sagt ja immer, die Aktienkurse schauen rund sechs Monate in die Zukunft. Als wichtiges Argument für ein relativ starkes Wachstum in diesem Jahr gilt der Stimulus im Volumen von 1,9 Bill. Dollar, den die Biden-Administration zurzeit vorbreitet. Er muss den Kongress passieren, man rechnet, dass das etwa sechs Wochen dauern könnte. In diesem Rahmen sind neuerliche Schecks für Steuerzahler vorgesehen, sowie Investitionen in die Infrastruktur. Die designierte Finanzministerin Yellen sieht noch mehr

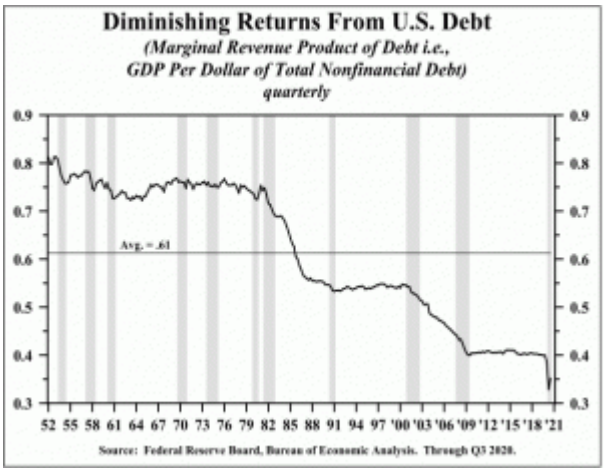
Maßnahmen in dieser Richtung vonnöten.

Hoisington Investment Management befasst sich im Jahresrückblick mit der Frage der längerfristigen Auswirkungenen solcher Aktivitäten. Dazu greift der Verfasser zurück auf die berühmte Geschichte von Frederic Bastiat/Henry Hazlitt vom zerbrochenen Fenster. Jemand schmeißt ein Fenster ein, die Reparatur trägt zur BIP-Steigerung bei. So weit, so gut. Aber die Folge ist, dass künftig dann andere Vorhaben nicht finanziert werden können, schließlich ging das Geld für die Reparatur drauf. Die BIP-Rechnung berücksichtigt den so entstandenen Vermögensverlust nicht. Und so wie eine Wirtschaft längerfristig nicht dadurch wachsen kann, dass man sich gegenseitig die Fenster einschmeißt, führt auch die Bekämpfung der Folgen einer „Pandemie“, bzw. der Maßnahmen dagegen, nicht zu nachhaltigem Wachstum.

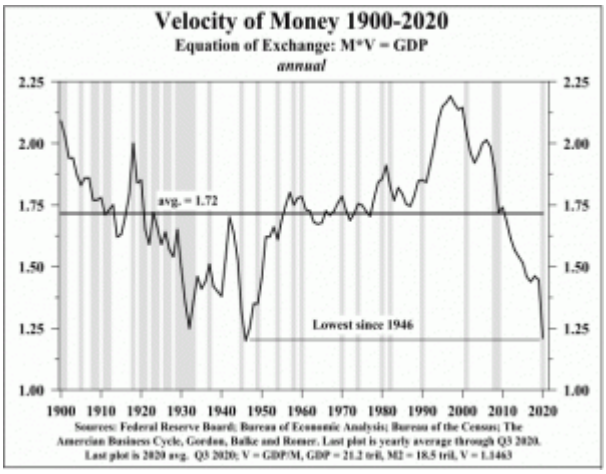
Eher geschieht das Gegenteil wie der Verfasser zeigt. Er greift auf eine Arbeit im „Journal of Monetary Economics“ von Ethan Ilsetzki, Enrique Mendoza und Carlos Vegh aus dem Jahre 2012 zurück. Demnach sehen sie für staatliche Anreize in Industrieländern einen positiven Multiplikationsfaktor. Bei Volkswirtschaften mit einem flexiblen Wechselkurs ist der Multiplikator negativ, das gilt auch für solche mit einem freien Außenhandel. In hochverschuldeten Ländern (Staatsverschuldung mehr als 60% des BIP) ist der Multiplikator sehr negativ. Schließlich spielt auch eine Rolle, um welche Art Ausgaben es sich bei den staatlichen Anreizen handelt. Produktive Investitionen in die dingliche Infrastruktur, Gesundheitswesen, Erziehung/Bildung können durchaus einen nachhaltigeren positiven Wachstumseffekt haben, heißt es.

Bezogen auf die aktuelle Situation erwartet der Verfasser von den nicht-investiven Teilen des aktuellen Stimulus einen negativen Multiplikatoreffekt. Insgesamt sollte, abgesehen von einigen transitorischen Effekten, von dem aktuell geplanten Stimulus kein nachhaltiger Belebungseffekt ausgehen. Das galt auch schon für entsprechende Maßnahmen in 2009 und 2018. Zudem laufen staatliche Anreize auf eine Umverteilung von Ressourcen des privaten Sektors heraus, was zu die Produktivität und Wachstum insgesamt beeinträchtigenden Fehlallokationen führen kann.

Ganz grundsätzlich gilt angesichts der hohen Verschuldung, dass der Grenznutzen weiterer Schulden abnimmt. Das gilt generell für alle Produktionsfaktoren bei übermäßiger Nutzung. Beim Verschuldungsgrad geht man von einer Schwelle bei 60% aus, oberhalb davon fällt der Grenznutzen deutlich, bzw. andersherum, wird die Verschuldung zu einer permanenten Belastung von wirtschaftlicher Aktivitat und Wachstum. [Anmerkung: Der Grenznutzen ist streng genommen die erste Ableitung einer Verbrauchsfunktion]

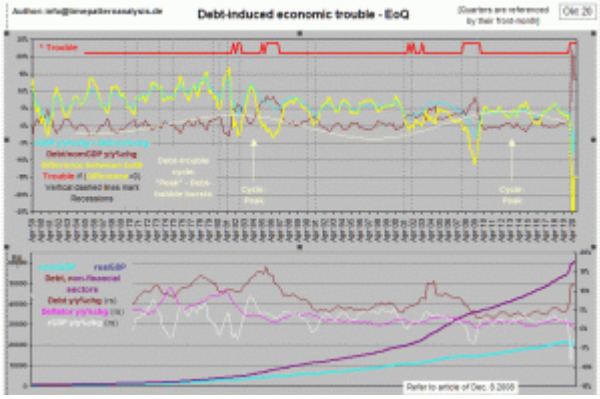


Der scharfe Fall des Grenznutzens der Staatsverschuldung ist konsistent mit dem Absturz der Umlaufgeschwindikeit des Geldes (M2), wie im folgenden Chart gezeigt.



Nach derselben Logik wie oben beim Grenznutzen der Verschuldung lässt sich auch das Verhältnis zwischen BIP und Geldmenge (M2) darstellen. Es gab Zeiten, über weite Strecken in den 1990er Jahren, da stieg das BIP überproportional zur Geldmenge. Ab 2000 steigt das BIP im großen Bild langsamer als die Geldmenge. Aktuell liegt das Verhältnis zwischen beiden nur noch knapp über eins. Das mag Hinweise darauf bestärken, dass die Geldpolitik an ihre Grenzen kommt (Chartquelle).

Der folgende Chart zeigt anhand eines einfachen Modells der jährlichen Wachstumsraten bei BIP und Verschuldung, dass wir uns in einer stark Schulden-belasteten Phase befinden, der stärksten in zumindest vierzig Jahren.



Der Bericht von Hoisington kommt zu dem Schluss, dass die Kredit-finanzierten staatlichen Anreize einen negativen Multiplikator hinsichtlich der makroökonomischen Bedingungen haben und deshalb nicht geeignet sind, die bei Individuen und kleinen Firmen durch „Corona“ angerichteten Schäden zu mindern. Damit sei auch eine säkulare Inflation nicht in Sicht. Da Inflation die wichtigste Determinante bei den Kursen der 30-jährigen TBonds ist, sei es sinnvoll, hierfür weiterhin bullisch zu sein (so wie seit 39 Jahren).

Ich stimme dem Verfasser zu, was seine Haltung zur Frage der säkularen Inflation angeht. Ich sehe aber weiterhin in diesem Jahr eine hohe Wahrscheinlichkeit deutlich anziehender Preise, wobei der Startschuss

hierfür die Entspannung hinsichtlich „Corona“ sein dürfte, die die Schleusen für die Mobilisierung der Ersparnisse öffnet (siehe hier!). Falls das nicht geschieht, müssen sich Aktienanleger wahrscheinlich warm anziehen – anderenfalls auch, aber womöglich erst später.