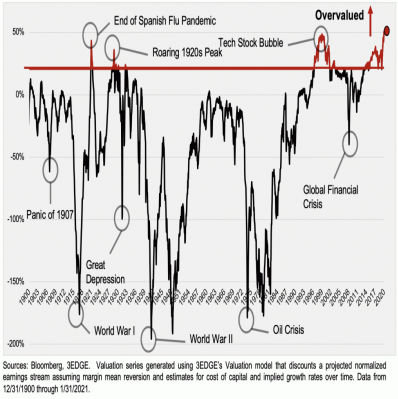


Lausige Zeiten für Aktien?

Description

Inflation – das Thema für 2021? Ich hatte mich damit schon wiederholt befasst. Aber immer noch zeigen die von den Medien vorrangig verfolgten Indices keine Anzeichen. Die Teuerung nach US-CPI ist im Januar um 1,32% angestiegen, klar unter der Zielmarke von zwei Prozent, die laut Fed Preisstabilität anzeigt.

Vor einigen Tagen hat Fed Präsidentin Daly sogar behauptet, dass sich der Inflationsdruck abschwächt, und gesagt, es sei jetzt nicht die Zeit, sich um Inflationsrisiken zu sorgen. Das sollte aufhorchen lassen…

Zusätzlich zu den zuletzt hier besprochenen sehr deutlichen Anzeichen einer aufkommenden Inflation hier der Chart des Rogers Agriculture ETN. Anfang März 2008 hatte das Vehikel sein jüngstes Hoch ausgebildet, danach hatte es sich bis zum Tief Ende April 2020 gedrittelt und seitdem schon fast 55% zugelegt (Chartquelle).

Der S&P GSCI Copper Index bringt es seit Ende März 2020 auf einen Zugewinn von 95%. Auch der CRB-Rohstoffindex hat seit seinem Tief im April 75% zugelegt, gut doppelt so viel wie der S&P 500 im selben Zeitraum. Im laufenden Jahr sind in den USA die Preise für landwirtschaftliche Rohstoffe um sechs Prozent, die für Benzin um fast 35%, die für Bau-Holz um über 35% gestiegen.

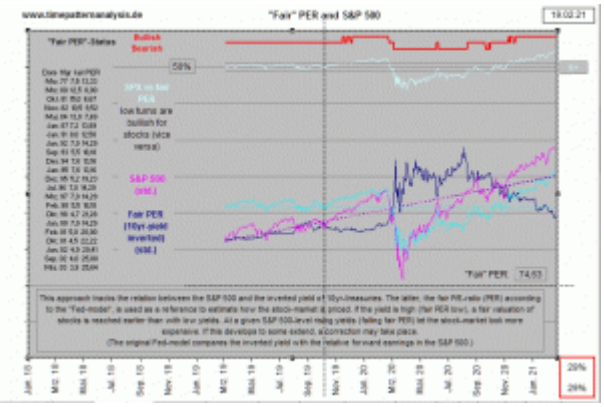
Wenn sich inflationäre Tendenzen erst einmal in der Wirtschaft festgesetzt haben, entwickelt sich schnell ein Teufelskreis. Dann helfen gewöhnlich nur aggressive Leitzins-Steigerungen, um sie wieder in den Griff zu bekommen. Die Fed hat aber schon klar gemacht, dass sie sich dieses Mal am langfristigen Inflationsmittel orientieren will – mit anderen Worten, sie wird lange untätig zusehen.

Auch sonst leben wir in außerordentlichen Zeiten: Addiert man alles jemals in den USA frisch geschaffene Geld zusammen, so wurden davon allein im zurückliegenden Jahr mehr als 40% „gedruckt“. Das US-Budget-Defizit hat sich in 2020 so stark ausgeweitet wie in den fünf zurückliegenden Rezessionen nicht.

Die Fed-Bilanz kommt auf 7,56 Bill. Dollar und weitet sich munter aus. Wenn das mit derselben Geschwindigkeit weiter geht, kommen in diesem Jahr 1,4 Bill. Dollar hinzu. Interessantes Detail: Anfang Juni 2020 versuchte die Fed offenbar gegenzusteuern und Geld einzusammeln, zeitgleich gab es einen Rücksetzer im S&P 500, der erst einige Wochen später wieder ausgeglichen war.

Die Geldmenge in den USA ist in 2020 so schnell wie seit 150 Jahren nicht mehr angestiegen. Historisch gesehen hat ein schnelleres Geldmengenwachstum stets die Inflation angeheizt, da die Wirtschaft mit Bargeld überflutet wird. Diese Beziehung hat sich jedoch in den zurückliegenden Jahrzehnten abgeschwächt – Demographie, Globalisierung und technologischer Fortschritt mögen zum Druck auf die Preise beigetragen haben. Die starke Geldmengenausweitung führte in 2020 nicht zu Inflation, weil die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes eingebrochen ist (h/t Jeroen Blokland). Was nicht ist, …

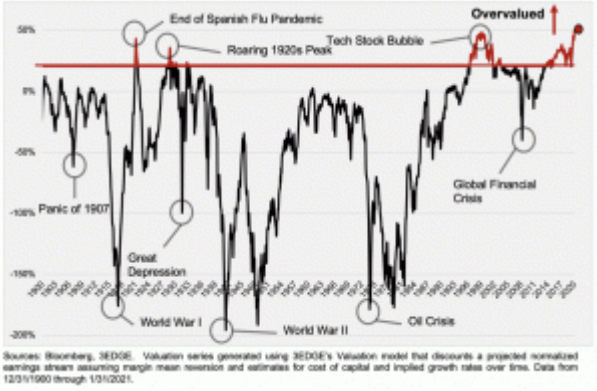
Geldflut bedeutet sinkende Renditen/Zinsen am kurzen Ende. Die Zinsstruktur versteilert sich seit Jahresanfang merklich. Vergleicht man in Anlehnung an das FED-Modell die Entwicklung des S&P 500 und die der invertierten Renditen der 10-jährigen TNotes („faires KGV“), so entspricht die Überbewertung des S&P 500 aktuell der Überbewertung von Bonds (TNotes) im März 2020. Dies legt nahe, dass die Luft für Aktien auf Sicht einiger Wochen dünn wird. Zudem hat die Volumenverteilung an der NYSE vor einigen Tagen von Akkumulation auf Distribution gedreht (Chartquelle).



Bezogen auf die langfristige Perspektive von Aktien gilt folgendes: Das Gewinnwachstum entwickelt sich im Rahmen des BIP-Zuwachses. Die Bewertung hängt in hohem Maße von den Abzinsungssätzen ab, die auf die geschätzten Gewinnströme angewendet werden. Es müssen vernünftige Annahmen über das

erwartete Ertragswachstum und die angemessenen Kapitalkosten oder den anzuwendenden Diskontsatz getroffen werden.

Das versucht das von 3EDGE verwendete Modell der Aktienbewertung. Es diskontiert die Gewinnströme des S&P 500 viele Jahre in die Zukunft. Demnach wäre der heutige US-Aktienmarkt nur dann fair bewertet, wenn man unterstellt, dass die heutigen historisch niedrigen Renditen von Unternehmensanleihen für immer auf dem aktuellen Niveau verharren. Das ist unwahrscheinlich – vernünftiger ist die Annahme, dass die Zinssätze für die nächsten 20 Jahre auf dem extrem niedrigen Niveau verbleiben und dann zu ihrem langfristigen Mittelwert zurückkehren. Unter dieser Voraussetzung ist der S&P 500 aktuell zu etwa 50% überbewertet, schreibt 3EDGE.



Die Bewertung ist für das Aktienkursverhalten auf kurze Sicht ein schlechter, auf Sicht von zehn Jahren aber ein sehr guter Prädiktor für Aktienmarktrenditen. Die aktuelle Überbewertung von US-Aktien kann zwar noch weiter gehen, wird aber höchstwahrscheinlich alsbald wieder korrigiert.

Überbewertete Märkte können weit länger nach oben klettern, als es rationale Investoren normalerweise erwarten. Preistrends entfalten ihre eigene Dynamik. Vorsicht der Anleger wird zu irrationalem Überschwang, Euphorie und Gier. Perioden des Überschwangs können sich selbst verstärken und tatsächlich sind einige der stärksten Kursgewinne in Endphasen von Bullenmärkten aufgetreten, kurz vor dem Beginn des nächsten Bärenmarktes. Ein einmal aufgebautes Momentum bleibt oft in Bewegung, bis ein Katalysator oder ein exogenes Ereignis auftritt.

Ein solches Ereignis könnte sich nach 3EDGE so entwickeln: Die Fed hat bei ihrer Marktintervention anlässlich „Corona“ gezielt Unternehmensanleihen im Fokus gehabt, was dazu beigetragen hat, die Spreads zu senken und den Unternehmen die Möglichkeit zu geben, große Summen zu leihen, die sie sonst wohl nicht bekommen hätten. Angesichts der rekordverdächtigen Unternehmensverschuldung im Verhältnis zum BIP und zum Cashflow der Unternehmen dürfte ein Anstieg der Kreditspreads schnell zu Schwierigkeiten bei der Refinanzierung von Schulden führen. Ein so herbeigeführter Abbau der Unternehmensverschuldung könnte sich selbst verstärken, ähnlich wie die Probleme bei der Immobilien- und Hypothekenverschuldung in die Finanzkrise von 2008 mündeten. Schon mal schöne Grüße von der steiler werdenden Zinsstruktur…

Die Fed setzt alles daran, die Inflation hoch zu treiben, was bis zu einem gewissen Grad den Schuldnern über eine reale Entwertung ihrer Kredite hilft. Nimmt die Inflation aber Fahrt auf, dürften Anleihe-Gläubiger und Kreditgeber höhere Zinsen verlangen. Die Fed kann zwar die Zinsen am kurzen Ende gut kontrollieren, am langen Ende gelingt das jedoch nur sehr indirekt. (Daher gibt es bereits Überlegungen, dem Vorbild der Bank of Japan zu folgen, und die Zinsstruktur direkt zu kontrollieren.)

Die aktuellen Aktienmarktbewertungen hängen davon ab, dass die heutigen extrem niedrigen Zinssätze für lange Zeit niedrig bleiben. Angesichts der hohen Verschuldung dürfte jeder bedeutende, durch steigende

Inflation verursachter Anstieg der Zinssätze zu einem schnellen Rückgang der Unternehmensgewinn-Multiplikatoren führen, was sich unmittelbar negativ auf den Aktienmarkt auswirken würde.

Aus dem Gesagten ergeben sich nach 3EDGE sehr niedrige Erwartungen an künftige Aktienerträge, wie der folgende Chart zeigt.

Der Bericht von 3EDGE diskutiert weitere „Schwarze Schwäne“ etwa in Zusammenhang mit „Covid-19“. Die Spanische Grippe-Pandemie lief über einen Zeitraum von zwei Jahren von 1918 bis 1920 in vier Wellen ab. Der US-Aktienmarkt stieg in Erwartung des Endes der Pandemie an und erreichte 1919 seinen Höhepunkt. Steigende Inflation und Zinsen begleiteten das Ende der Pandemie, der Aktienmarkt korrigierte stark, er fiel von seinem Höchststand im Jahr 1919 bis zu seinem Tiefpunkt im Jahr 1921 um über 30%.

Weitere Unwägbarbeiten werden in der Steuerpolitik gesehen. Änderungen könnten hier auf die Unternehmensgewinne drücken. Auch die Geopolitik kann Überraschungen bereithalten, insbesondere mit einer neuen außenpolitischen Ausrichtung unter dem neuen US-Präsidenten Biden, v.a. im Hinblick auf die VR China.

Staats- und Unternehmensanleihen stellen mittlerweile Quellen negativer realer Renditen dar, noch dazu, wie oben dargelegt, mit dem Risiko einer Kapitalentwertung bei steigenden Zinssätzen, so 3EDGE. Aktien und Anleihen sind mittlerweile sehr hoch bewertet, zumindest in den USA. Reale Vermögenswerte wie Gold und Rohstoffe haben hingegen Aufwärts-Potenzial, auch die Opportunitätskosten für das Halten etwa von Gold sind derzeit niedrig. Rohstoffe erlebten von 2008 bis Mitte 2020 einen Bärenmarkt und schnitten so schlecht ab wie noch nie in den letzten fünf Jahrzehnten. Rohstoffe dürften aufgrund ihrer relativen Unterbewertung, der Aussicht auf eine Schwäche des Dollars, des Potenzials für eine steigende Nachfrage aus Asien und möglicher Lieferschwierigkeiten in einer Phase der Neubewertung stehen, so 3EDGE.

Im Gegensatz zu US-Aktien ist der japanische Aktienmarkt bei Anwendung desselben Bewertungsansatzes fair bewertet, schreibt 3EDGE. Japanische Aktien waren in den 1980er Jahren stark

überbewertet und erreichten ihren Höhepunkt Anfang 1990. Es folgte ein brutaler Bärenmarkt, der die japanischen Aktien um über 80% von ihrem Höchststand einbrechen ließ. Der Nikkei225-Index liegt aktuell immer noch etwa 25% unter seinem Höchststand von vor über 30 Jahren.

> Aktien können zu Beginn inflationärer Phasen häufig v.a. über die Inflationsillusion noch profitieren. Im aktuellen Kontext einer hohen Unternehmensverschuldung kann es jedoch schnell zu einem Betriebsunfall kommen, wenn Bond-Halter höhere Zinsen fordern und damit die Refinanzierung erschweren. Ein Kaskade-Effekt könnte die Situation schnell unkontrollierbar werden lassen.

[Die Charts ohne Quellenangabe sind dem Artikel "Market Euphoria: How Long Can it Last?"]