

H. Terrence Riley III, CFA
19 Juli 2019

Kontakt: Karin Mueller-Paris
+1(212) 326 9533 kmm@fvcm.us

S&P 500

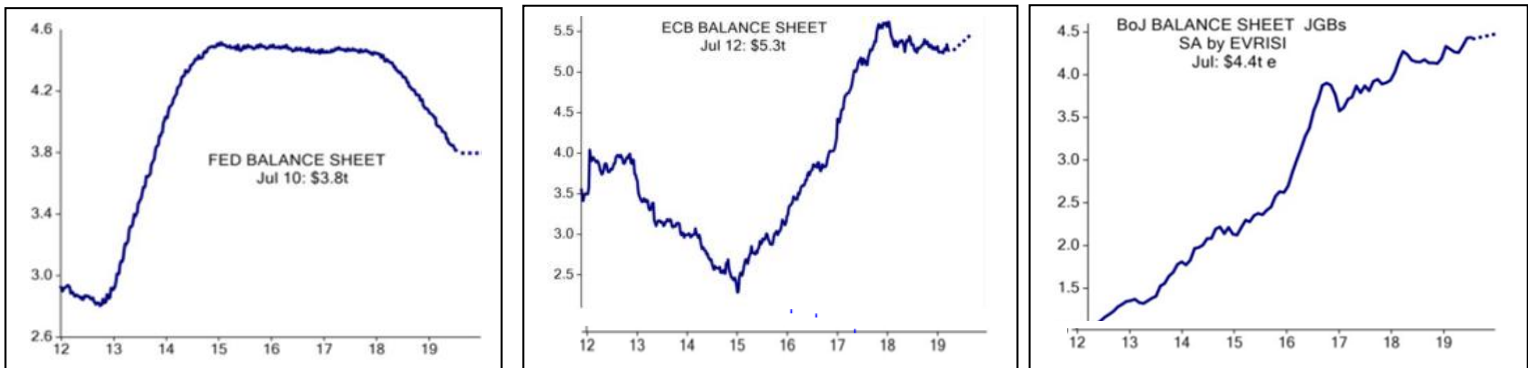


Aktienkurse erholen sich weiter, während sich das Wachstum verlangsamt

Die Aktienkurse entwickelten sich wie, in unserem Bericht vom April letzten Jahres, erwartet. Mit Blick auf die Zukunft bleibt das Risiko etwas erhöht, aber Aktien dürften durch die Unterstützung freundlicher Zentralbanken bis Ende 2019 moderate Renditen erzielen. Zum Zeitpunkt unseres letzten Berichts wies der S&P Anzeichen eines überkauften Marktes auf, und die Korrektur von 6,8% zwischen dem 30. April und dem 3. Juni kam nicht ganz überraschend. Aber gute volkswirtschaftliche Fundamentalwerte und die Kursänderung der Federal Reserve, die nun die ursprünglich geplanten weiteren Zinserhöhungen nicht umsetzen wird, sorgten am Ende für höhere Aktienkurse. Die US-amerikanische Zinsstrukturkurve bleibt invertiert (Zinsen bei langen Laufzeiten sind niedriger als Kurzfristzinsen), was ein klassisches Warnsignal vor einer Rezession ist. Die meisten US-Wirtschaftsdaten sind jedoch nach wie vor positiv und die gegenwärtige Konsenserwartung ist deshalb, dass sich das US-Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr 2019 von momentan 3% auf etwa 2% verlangsamen wird. Wir wollen dieser Einschätzung nicht widersprechen, sehen aber, dass das Risiko einer globalen Rezession im Jahr 2020 höher sein könnte als allgemein angenommen. Dementsprechend haben wir in den letzten Monaten das Portfoliorisiko reduziert und könnten diesen Prozess fortsetzen, wenn die Preise weiter klettern.

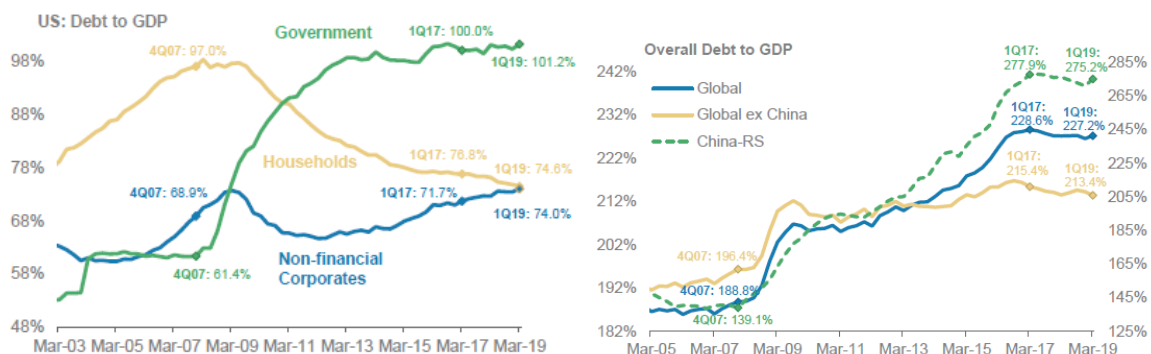
Don't Fight the Fed (oder die EZB) ist ein Grundsatz, dem wir immer noch folgen

Mit Blick auf die nächsten zwölf Monate sieht es nun so aus, als würde die Federal Reserve, die EZB und die Bank of Japan durch ihre Bilanzausweitungen gemeinsam Liquidität in Höhe von rund 600 Milliarden US-Dollar in die Weltwirtschaft pumpen. Trotz des sehr guten Wachstums, das die USA seit Mitte 2017 verzeichnet, sieht der Federal Reserve-Vorsitzende Powell, dass die US-Wirtschaft erheblichen Risiken ausgesetzt ist, welche über globale Finanz- und Handelsmechanismen übertragen werden können. In seinen letzten Reden hat Powell klargestellt, dass die US-Notenbank beabsichtigt, den Leitzins – die Fed Funds rate - auf der Sitzung am 29.-30. Juli um mindestens 0,25% zu senken. Darüber hinaus scheint die US-Notenbank nun entschlossen zu sein, nach einer längeren Zeit der quantitativen Straffung, ihre Bilanz in den kommenden Monaten zu stabilisieren. Eine stabile Bilanz der Fed in Verbindung mit der Erwartung, dass die japanische Zentralbank ihre Bilanz weiterhin um rund 1,5 Billionen Yen pro Monat ausweiten wird, während die EZB ihre Bilanz möglicherweise um 30 Mrd. Euro pro Monat ausweiten wird, führt zu einem globalen Liquiditätsschub von etwa 600 Milliarden US-Dollar (Jahresrate). Bei einer solchen koordinierten Lockerung der Zentralbanken ist es ziemlich schwierig, einen negativen Ausblick für den Aktienmarkt zu halten.



Source: Evercore ISI

Die Wirtschaftsdaten für die USA sind erstaunlich stark geblieben, aber die Alarmglocken bei der Federal Reserve sind aus zwei Gründen laut geworden: 1. Viele Daten aus Europa, Japan und China haben Warnsignale gesendet. 2. Die invertierte Zinskurve in den USA ist die Art und Weise, in der der Markt uns mitteilt, dass etwas nicht stimmt, auch wenn wir uns nicht sicher sind, was es ist. Wir glauben, dass die Wurzel des Problems in der deutlichen Ausweitung der globalen Verschuldung liegt. Wie aus den nachstehenden Diagrammen hervorgeht, ist die Verschuldung der privaten US-Haushalte seit der Großen Rezession im Verhältnis zum BIP gesunken, während die Staatsverschuldung angestiegen ist. Insgesamt lag die US-Verschuldung stabil bei rund 250% des BIP. Die Verschuldung des Euro-Währungsgebiets ist jedoch von rund 260% des BIP auf fast 300% angestiegen, während die chinesische Verschuldung von 140% auf 275% explodierte – ein astronomischer Anstieg für ein Schwellenland.



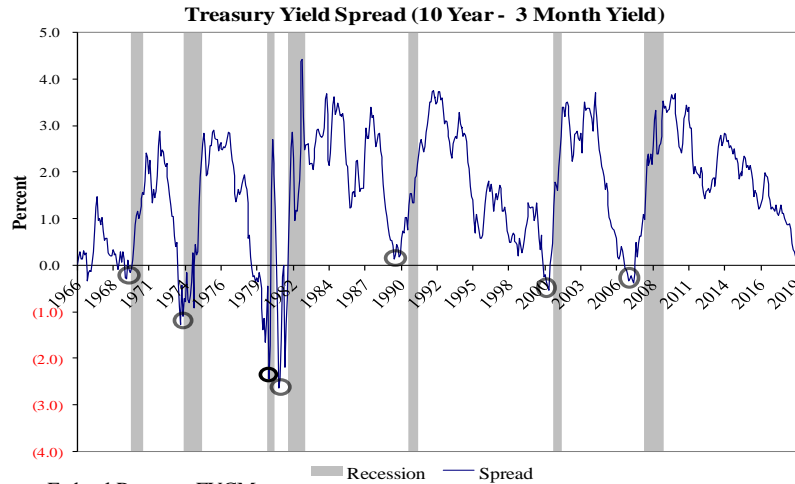
Source: Morgan Stanley

Intuitiv könnte man meinen, dass eine hohe globale Verschuldung zu einem höheren Risiko und damit zu höheren Zinssätzen führen würde. Es gibt jedoch ein Argument, warum eine hohe Verschuldung die Zinsen nach unten treibt. Lassen Sie mich dieses Szenario einem Beispiel aus dem täglichen Leben gegenüberstellen, um dies zu veranschaulichen. Vergleichen wir so das Aufnehmen von Schulden mit dem Essen in einem Restaurant. Zuerst sind Sie hungrig (schuldenfrei), also fangen Sie an zu essen. Alles ist großartig und man beginnt zu expandieren. Irgendwann merkt man jedoch, dass man im Verhältnis zum Appetit und Einkommen genug gehabt hat. Die Zeche (Zinsen), die Sie dem Restaurant schulden, sind bereits hoch und Sie möchten nicht, dass diese ansteigen. Aber der Wirt möchte, dass Sie mehr bestellen, deshalb bietet er Ihnen immer mehr Desserts und Drinks nach dem Abendessen an, und er versucht sogar, Sie dazu zu verleiten, mehr zu bestellen, indem er Ihnen Tiramisu zum halben Preis anbietet. Es sieht so gut aus, aber Sie kommen an den Punkt, an dem Sie vollgestopft sind. Sie haben jetzt Ihre Gürtelschnalle aufgeklinkt und der Gastronom müsste SIE bezahlen, damit Sie noch mehr essen. Das ist der Punkt, an dem sich aktuell die Kreditnehmer im Verhältnis zu den Banken und anderen Finanziers befinden.

In der Regel treten Rezessionen aufgrund eines Zusammenkommens von Faktoren ein, und das nächste Mal wird dies wahrscheinlich auch nicht anders sein. Lassen Sie uns einen hohen Schuldenstand betrachten: Mit hohen Schulden kann man leben, solange keine anderen Probleme hinzukommen. Die USA hat jetzt einen Präsidenten, der eine klare Linie in Bezug auf den Umgang Chinas mit privaten ausländischen Unternehmen gezogen hat. Wir kennen alle die Berichte zu den diskutierten Themen wie z.B., dass private US-Unternehmen bei der US-Handelskammer Beschwerden über chinesische Gesetze und Praktiken eingereicht haben, beispielsweise die Anforderungen lokaler, chinesischer Geschäftspartners und Technologietransfers, damit sie in China Geschäfte tätigen dürfen. Gleichzeitig, aus Angst vor Vergeltung, wollen diese Unternehmen jedoch nicht, dass die Chinesen wissen, dass sie sich beschwert haben. Zweifellos hatten deutsche, japanische und andere Unternehmen ähnliche Probleme. Die Trump-Administration entschied, dass einzelne Unternehmen diese Probleme nicht allein lösen können, und eine zentrale Reaktion der Regierung erforderlich ist, um „unfairen“ Handelspraktiken ein Ende zu setzen. Man entschied sich für Tarife um dieses Ziel zu erreichen, aber die Auswirkungen waren unvermeidlich. Die chinesische Wirtschaft steht unter Druck. Die offiziellen chinesischen BIP-Wachstumszahlen, die immer noch über einer 6%igen Jahresrate liegen, sind nicht glaubwürdig – und nicht nur, weil sie so absurd stabil sind. Dies wird offensichtlich, wenn man die Daten in rückläufigen Autoverkäufen, Importen und anderen Wirtschaftszweigen analysiert.

Die Auswirkungen des Rückgangs der chinesischen Wirtschaft sind nun auch außerhalb Chinas erkennbar. In Japan sind in letzter Zeit sowohl die geleisteten Arbeitsstunden als auch die Löhne gesunken. Die Werkzeugmaschinenbestellungen sind gegenüber dem Höchststand von 2018 um erstaunliche 42% gesunken, und die Rückgangsrage hat sich im Juni beschleunigt. Beunruhigender Weise schwächt sich die japanische Wirtschaft bereits jetzt, und damit vor der geplanten Erhöhung der Mehrwertsteuer im kommenden Oktober, ab. Eine Rezession dort scheint nun fast sicher. Obwohl dies nicht ganz so ausgeprägt ist, gibt es aber auch Anzeichen für eine Schwäche in Europa; unter anderem aufgrund rückläufiger Bestellungen aus China.

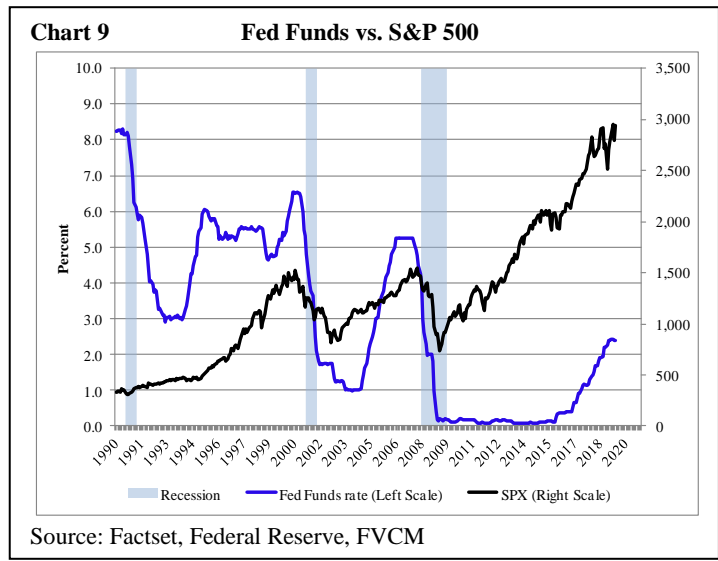
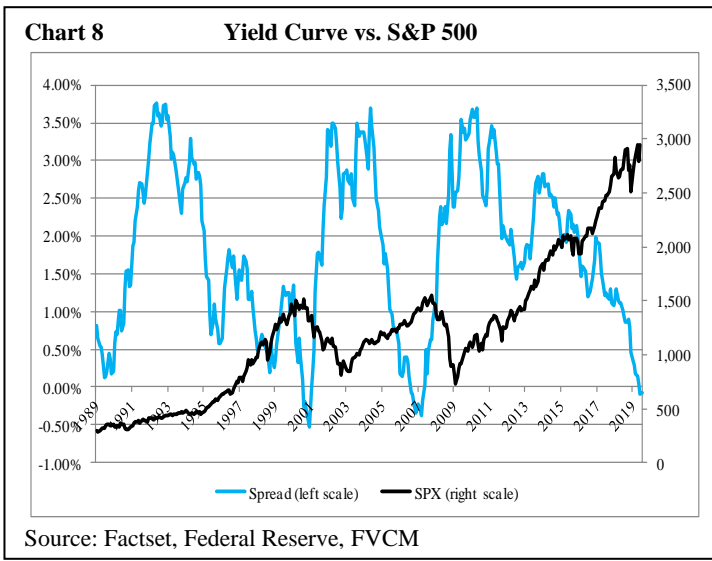
Wenn man jetzt die Meinungen der meisten Ökonomen liest, würde man denken, dass eine Rezession in den USA noch Jahre in der Zukunft liegt. Aber das klassische Renditekurve-Verhältnis zwischen 3-monatigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen (siehe nächste Seite) lässt uns innehalten. Die Renditekurve ist zwar nicht seit sehr langer Zeit invertiert, und der Unterschied war bisher nur im Bereich von etwa 0-15 Basispunkten negativ, aber eine negative Renditekurve ist ein hinreichend zuverlässiger Indikator, den man nicht ignorieren sollte. Die Märkte erzählen eine Geschichte. Das Argument, das jetzt vorgebracht wird, ist, dass die Renditekurve wieder positiv wird, wenn die US-Notenbank ab Ende dieses Monats die kurzfristigen Zinssätze senkt. Das ist zwar durchaus möglich, aber wir sind immer noch nicht ganz beruhigt.



Zwei Dinge kann man in den letzten beiden Konjunkturzyklen klar erkennen: 1. Die Renditekurve erreichte ihren Tiefpunkt und drehte Nahe des zyklischen Höchststands im S&P500 (Grafik 8).

2. Die Federal Reserve begann vor dem Start der beiden letzten Rezessionen und sehr nahe an den zyklischen Höchstständen im S&P500 mit der Senkung des Leitzinses (Grafik 9). Dies sind gute Gründe, sich nicht allzu sehr von der Idee leiten zu lassen, dass die Federal Reserve Fonds ab diesem Monat die Zinsen senken wird und eine Rückkehr zu einer positiven Renditekurve alle Probleme lösen wird. Es ist richtig, dass der Index der Frühindikatoren in den USA nach wie vor positiv ist, ebenso wie die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für das verarbeitende Gewerbe und neue Bestellungen. Darüber hinaus befinden sich die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung immer noch in der Nähe des Rekordtiefs, und die Arbeitgeber suchen immer noch nach mehr Arbeitnehmern, als sie finden können. Wie bereits erwähnt, sind die Bilanzen der US-Haushalte in einem guten Zustand, und Beschäftigung und Löhne steigen. Die Anleihemärkte sind jedoch ein zukunftsgerichtetes Warnsignal, das auf erhöhte Risiken hindeutet.

Die Anleger sollten sich nicht wundern, wenn die Aktienkurse in den kommenden Monaten weiter nach oben getrieben werden, da die Zentralbanken gleichzeitig die Geldpolitik in den USA, Europa und Japan lockern. Die Daten für die nächsten zwei Quartale werden jedoch wichtig sein, um die wahrscheinlichen Marktbedingungen für das Jahr 2020 zu bestimmen. Sollte es zu einer Rezession kommen, erwarten wir, dass diese in den USA moderat verlaufen würde, wegen der sehr unternehmensfreundlichen Politik die in Washington gemacht wird und der Tatsache, dass es aktuell keine offensichtlichen Übertreibungen gibt – im Gegensatz zu den Jahren 2000 und 2007, die eine klare Blasenbildung in den Tech-Aktien und dem Wohnungsmarkt aufwiesen. Jetzt scheinen die Blasen in Übersee zu liegen, d. H. in China. Wir sind daher der Meinung, dass eine angemessene Menge Kapital in Aktien investiert bleiben sollte. Wir bleiben jedoch etwas defensiv positioniert, während wir auf weitere Daten warten.



Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Die Kurs- und Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanzinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt. Da dieser Report ohne Gewähr ist und es sich um eine Momentaufnahme handelt, stellt dieser keine Anlageberatung dar. Investoren müssen selbst entscheiden, ob eine Anlage in den erwähnten Finanzinstrumenten aufgrund der involvierten Chancen und Risiken für sie sinnvoll ist. Anleger sollten ebenfalls ihre eigene Anlagestrategie, die finanzielle, rechtliche und steuerliche Situation mitberücksichtigen. Investoren werden aufgefordert, ihren Anlageberater für eine individuelle Beratung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren. Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der U.S.-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die signifikanten Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Alle in die Zukunft gerichteten Aussagen, die in diesem Bericht enthalten sind, unterliegen vollumfänglich diesem Vorbehalt. F&V Capital Management, LLC oder einer ihrer Geschäftsführer, Partner oder Angestellten können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen.