



DAS „GOLDLÖCKCHEN-SZENARIO“ VERLIERT DEN GLANZ

3.APRIL 2018

Zum Jahresanfang 2018 hatten wir in unserem Fazit Folgendes festgehalten:

„Wir sind keine Crash-Propheten, aber wir glauben es gibt diese ersten kleinen Gewitterzellen, welche den Finanzmarkthimmel blitzschnell eintrüben könnten. Die höheren Rohstoffpreise zusammen mit einem allgemeinen „labour shortage“ in den USA und u.a. auch in Deutschland sind solche, obwohl bisher in beiden Ländern die Löhne unerklärlicherweise nur moderat gestiegen sind.“, sowie

.....„Wir glauben, dass die Märkte 2018 generell mit niedrigeren Renditen und einer höheren Volatilität zu kämpfen haben werden: Die Bewertungen von Aktien und Anleihen sind angespannt.“.....

.....„Hohe Bewertungen schließen nicht aus, dass die Aktienkurse kurz- und mittelfristig noch weiter steigen können, bevor dann irgendwann der Schlag eines Schmetterlingsflügels genügt, um einen größere Korrektur auszulösen. Dies, weil es erstens kaum noch Alternativen zu den vielfach überbewerteten Realwerten, wie Aktien und auch Immobilien gibt und zweitens, die geldpolitischen Rahmenbedingungen in näherer

Zukunft, gemessen an den Umständen, weiterhin zu generös bleiben..... „

Diese Meinung entsprach ganz und gar nicht dem zum Jahreswechsel herrschenden, euphorischen Konsens und dies führte zu teils hitzigen Debatten in unserem Umfeld. Eher etwas früher als erwartet, bereits Ende Januar, mutierte unsere Prognose zur Realität.

KORREKTUR UND HOHE MARKTSCHWANKUNGEN

Die Nervosität an den Weltbörsen ist im ersten Quartal massiv angestiegen und nicht nur das, es hat an den Aktienmärkten bereits dreimal kurz hintereinander massiv gedonnert. Die wichtigsten Indizes sind dabei um rund 10% eingebrochen. Zwischenzeitlich haben sie sich im Februar wieder eindrücklich erholt, bevor sie nun gegen Ende März wieder deutlich korrigierten.

Der Optimismus ist trotz allem, im Allgemeinen immer noch ausgeprägt und viele Anleger gehen anhaltend davon aus, dass die jüngsten Kursrückschläge in einem robusten, synchronen Weltwirtschaftswachstum, günstige Kaufgelegenheiten sind.

Wir meinen, dass sich das Umfeld in den vergangenen Wochen in mehrfacher Hinsicht verändert hat und stellen damit die lineare Fortsetzung des nun schon seit Jahren dauernden Kursrallys in Frage.

Die Transformation weg von der künstlichen Liquiditätsschwemme, hin zur Normalität an den Finanzmärkten hat in unseren Augen bereits begonnen.

DIE BESTE ALLER WELTEN VERABSCHIEDET SICH

Vor allem die monetären Rahmenbedingungen in den USA haben sich bereits merklich verändert. In bisher 6 Schritten wurde der Leitzins von 0.25% auf inzwischen 1.75% angehoben. Weitere Zinserhöhungen sind aufgrund der aus dem Ruder gelaufenen Vermögenspreise, der gesunkenen Arbeitslosigkeit, der anziehenden Investitionstätigkeit und der deutlich steigenden Schulden wahrscheinlich. Aus diesem Grund sind die Renditen amerikanischer Staatsanleihen inzwischen deutlich gestiegen. Zehnjährige US-Treasuries zahlen aktuell 2.9%, während der kurzfristige 3 Monats-Libor-Satz innert 2 Jahren von 0,6% auf 2.2% angehoben worden ist.

US-Dollarkredite sind jüngst also einiges teurer und knapper geworden. Die in USD verschuldeten Unternehmen und Länder werden dies bemerken. Das Risiko eines sich selbst verstärkenden Prozesses ist nicht ganz von der Hand zu weisen und könnte dazu führen, dass auch die US-Währung, entgegen dem gegenwärtigen Markttrend plötzlich deutlich zulegen könnte. Aktuell herrscht immer noch die Meinung, dass die Europäer, sowie auch Japaner, bald der amerikanischen Zentralbank mit der geldpolitischen Normalisierung nachziehen werden und deshalb legten, in den letzten Monaten, beide Währungen Euro und Yen im Vergleich zum USD zu.

Falls diese Erwartung nicht zutrifft, werden möglicherweise die Investoren erst richtig nervös, denn ein ansteigender US-Dollar ist oft ein Zeichen für Stress im Finanzsystem.

Die Europäische Zentralbank (EZB) zeigt, trotz boomender Konjunktur, nach wie vor keine Eile, ihr Anleihekaufprogramm zu beenden und den Leitzins in positives Territorium zurückzuführen. Der Ton Mario Draghi ist zwar vorsichtiger geworden, jedoch liegt ihm viel daran die Anleger an den Kapitalmärkten, oder besser die südlichen Mitgliederländer, nicht zu verschrecken: Anpassungen der EZB-Politik würden vorhersehbar bleiben und in einem verhaltenden Tempo erfolgen, lauteten seine Worte Mitte März. Für Unternehmen der Euro-Zone, die sich am Kapitalmarkt finanzieren, sind das gute Neuigkeiten. Die Konditionen zur Mittelaufnahme bleiben also mittelfristig attraktiv. Aktuell rentiert die zehnjährige Deutsche Bundanleihe mit 0,5% knapp positiv.

Es wird sich zeigen, ob die quälende Langsamkeit, die Liquidität zurück zur Normalität zu führen nicht zum neuen Risiko für die Finanzmarktstabilität in Europa mutieren wird. Will die EZB ihr vorrangiges Ziel erreichen, die Preisstabilität zu bewahren, würde sich ein rascheres Handeln aufdrängen. Die „heissgelaufenen“ Immobilienmärkte in den europäischen Stadtzentren signalisieren Handlungsbedarf, sowie auch der stärkere Euro, der zunehmend aufs Wachstum drückt.

Zeitgleich mehren sich nun seit mehreren Wochen die Anzeichen, dass die europäische Wirtschaft merklich an Schwung verliert. Zwar lassen die Einkaufsmanagerindizes der letzten 3 Monate immer noch auf ein sehr robustes Wirtschaftswachstum von rund 0.8% im ersten Quartal schließen, doch der konjunkturelle Höhepunkt ist in der Eurozone mittlerweile klar überschritten. Alle Vorlaufindikatoren notierten jüngst schlechter, als die entsprechenden Erwartungen. Diese Nachrichten lassen in einem Umfeld, indem die Zinsen schlecht mehr fallen können, weiter ansteigende Unternehmens- bzw. Immobilienbewertungen kaum rechtfertigen.

SCHWEIZER GELDPOLITIK STEHT IM KONTRAST ZUR ERHOLUNG

An einem breit abgestützten Aufschwung darf sich hingegen die Schweizer Wirtschaft weiterhin erfreuen. Die Stimmung in den Unternehmen ist gut, der Arbeitsmarkt präsentiert sich in Bestform und die Indikatoren lassen für die absehbare Zukunft überdurchschnittliche Wachstumsraten erwarten. Für 2018 rechnet das Seco mit einem Anstieg des Bruttoinlandprodukts (BIP) von 2,4%. Das Wachstum fiele damit ähnlich robust aus wie 2014 – vor Ausbruch des Franken-Schocks.

Dennoch kann die SNB keine Anpassung an ihren geldpolitischen Koordinaten vornehmen. Die Politik der SNB verharrt also, ungeachtet der guten Konjunktur, im Krisenmodus. Der 10-jährige Schweizer Eidgenosse rentiert mit 0%. Der kurzfristige 3-Monat Libor ist immer noch mit -0.75% im Minus. Verantwortlich dafür ist der Frankenkurs, beziehungsweise die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, aufgrund derer der Nationalbank die Hände gebunden sind.

Die Diskrepanz zwischen der Konjunktur und dem Frankenkurs einerseits, sowie der sehr laschen Geldpolitik andererseits wird immer grösser. Würde die Schweizer Nationalbank aber jetzt die monetären Bedingungen straffen, riskierte sie eine neuerliche Erstarkung des Frankens. Derweil steigt der Preisdruck im Inland zwar langsam, aber kontinuierlich. So erwartet die SNB dieses Jahr eine Inflation von 0,6%. Für 2019 wird eine Teuerung von 0,9% in Aussicht gestellt, während für 2020 eine Inflationsrate von 1.9% prognostiziert wird. Auch die Schweiz nähert sich also stetig der für die Preisstabilität geltenden Obergrenze (Anstieg der Konsumentenpreise von weniger als 2%) an. Die SNB warnt in ihrem jüngsten Lagebericht dann auch explizit vor der möglichen Gefahr einer zukünftigen Preiskorrektur auf dem inländischen Immobilienmarkt, wo es teils klar erkennbare Blasen gibt.

HANDELSKONFLIKT LÄSST VOLATILITÄT WEITER ANSTEIGEN

Im Gegensatz zu Europa erreichen uns aus den USA insgesamt weiterhin gute und stärkere Konjunkturdaten. Auch das FED fühlt sich in seiner restriktiveren Haltung bestätigt und beurteilt die wirtschaftliche Erholung in Amerika als solide und ihren eingeschlagenen, steileren Zinspfad als richtig.

Obwohl sich die Auswirkungen der protektionistischen Handelspolitik der US-Regierung noch nicht auf den Wirtschaftsausblick ausgewirkt haben, waren die am 22. März 2018 angekündigten handelspolitischen Maßnahmen gegenüber chinesischen Exporten der Auslöser für die jüngste Talfahrt an den Aktienmärkten.

Donald Trump versucht mit seiner protektionistischen Handelspolitik vor allem die Asiaten zurückzubinden und ihnen damit, weiteren wirtschaftlichen und politischen Einfluss zu erschweren. Sie schaffen jedoch ein ungünstiges Umfeld und Unsicherheit für die ganze Weltwirtschaft und trüben das aktuelle Marktgeschehen rund um den Globus.

Es ist nicht anzunehmen, dass die Welt vor einem globalen Handelskrieg steht. Eher erwarten wir, dass wirtschaftliche Eigeninteressen, alle Beteiligten zu Verhandlungen und letztlich auch zum Eingehen von Kompromissen führen sollten. Trotzdem hat der aufkommende Protektionismus die Volatilität an den internationalen Finanzmärkten markant erhöht und es besteht die Gefahr, dass das Wachstum der Weltwirtschaft, alleine schon aufgrund der veränderten Erwartungen gedämpft werden wird.

TEUER ODER NICHT?

So oder so: An den Aktienmärkten selbst bietet die Bewertungsfrage Stoff für epische Diskussionen darüber, ob die Märkte günstig und vernünftig bewertet oder eher teuer sind. Tatsache ist, dass die Gewinnmargen der Unternehmen in den vergangenen Jahren im Trend sehr stark zugenommen haben, vor allem auch in den USA. In diesem Rahmen ist die jüngste, scharfe Korrektur der Technologie- und Internetunternehmen, wie Google, Facebook, Tesla, Amazon etc. keine Überraschung. Diese haben in der Vergangenheit die internationalen Gestaltungsspielräume in bilanztechnischen und steuerlichen Fragen, sowie im sicheren Umgang mit den Nutzerdaten bis zum Exzess, zum eigenen Vorteil ausgereizt. Es scheint nicht verwunderlich, dass es nun ausgelöst durch den Skandal bei Facebook, zu einer größeren Gegenbewegung in diesem Sektor zu kommen scheint.

Fakt ist, dass sich die fundamental-ökonomischen Daten weiterhin gut präsentieren. Ohne eine Verschärfung der Handelskonflikte darf man davon ausgehen, dass die Weltwirtschaft 2018 ein robustes Wachstum an den Tag legen wird. Dies ist schon mal beruhigend und sollte den Märkten einen gewissen Halt geben. Auf der anderen Seite bleiben der US-Aktienmarkt, sowie unser Heimmarkt immer noch relativ hoch bewertet und bieten damit wenig Raum, Enttäuschungen, bzw. schlechte Nachrichten zu ignorieren.

FAZIT:

Wir gehen deshalb davon aus, dass es, trotz der scharfen Korrektur in den letzten 2 Wochen, immer noch zu früh ist, auf eine Beruhigung der Lage an den internationalen Finanzmärkten und auf eine Fortsetzung des undifferenzierten Booms der vergangenen Jahre zu setzen.

Zunehmende Dispute über Handelsrestriktionen und erste konjunkturelle Ermüdungserscheinungen, in Kombination mit inflationären Impulsen, lassen uns vorsichtig bleiben. Kurzfristig muss man davon ausgehen, dass die Aktienmärkte ihren wilden Ritt beibehalten werden. Anlagepolitisch drängt sich in einer solchen Phase die Taktik auf, nahe an der langfristigen Strategie zu investieren. Wetten in die eine oder andere Richtung bergen beträchtliche Risiken.

Für Fragen oder weitere Auskünfte stehen wir gerne jederzeit unter +41 44 500 93 20 und/oder Email zur Verfügung.

Claudia Menzl

Quellen: Bloomberg, NZZ, ZKB, CS, zCapital, GAM