

MEINUNG

Veränderte Vorzeichen für 2022

Seit dem Ausbruch der Covid-Pandemie haben die Börsen von präzedenzlosen geld- und fiskalpolitischen Hilfspaketen profitiert. Mit Blick auf 2022 drehen die Vorzeichen; die Liquidität nimmt ab, die Gefahr einer Korrektur steigt.

Felix W. Zulauf

21.12.2021, 04.13 Uhr

In den letzten zwei Jahren wurden wir mit aussergewöhnlichen Entwicklungen konfrontiert. Ein für Risikogruppen bedrohliches Virus tauchte auf und versetzt seither mit gütiger Unterstützung der Medien die Welt in Angst und Schrecken. Der vielerorts verordnete Shutdown führte zu einem Konjunktur einbruch, der in den USA am heftigsten ausfiel und tiefer ging als je zuvor.

Diese Ereignisse lösten sofortige Hilfe der Geld- und Fiskalbehörden aus. In den USA wurden Staatsdefizite von gegen 20% des Bruttoinlandprodukts (BIP) verzeichnet, in Europa etwa die Hälfte. Die meisten Volkswirtschaften in Asien kamen glimpflicher davon, weil sie solche Pandemien kennen und wissen, was zu tun ist.

Die Aktienkurse brachen als Folge des Shutdowns ein, aber stiegen seither dank rekordhoher Stimulanzen wie von einer

Schnur gezogen in die Höhe – in manchen Märkten auf historische Höchstkurse.

Dank der grosszügigen Staatshilfe war der Einbruch der Konjunktur der kürzeste in der Geschichte. Die Fiskalhilfen der Regierungen waren teilweise derart grosszügig, dass die realen Einkommen der Haushalte – besonders in den USA – sogar deutlich zulegten, was für einen Konjunkturerinbruch ein Novum war. Entsprechend gaben die Konsumenten grosszügig Geld aus: Die US-Detailhandelsverkäufe schossen 16% über den Trend hinaus, der vor der Pandemie geherrscht hatte. Erfahrungsgemäss bilden sich solche Abweichungen vom langfristigen Trend nach einiger Zeit wieder zurück.

Die Erwartungen an das Wachstum sind zu hoch

Aufgrund der kräftig gestiegenen Teuerung werden nun die Realeinkommen in den meisten Industrieländern fallen. Das ist genau umgekehrt als in den Jahren 2020 und 2021. Die Abweichung der Konsumausgaben nach oben wird sich entsprechend nach unten anpassen und der Konsum schwächer als erwartet ausfallen. Zudem wird der Fiskalimpuls, also die Veränderungsrate des Haushaltsdefizits im Vergleich zum Vorjahr, in den Industrieländern für 2022 mit etwa minus 4% das Wirtschaftswachstum dämpfen.

China steht derweil in einer strukturellen Anpassung des Wachstums auf ein langfristig tieferes Niveau. Das Bankensystem ist erschöpft, und es werden Jahre vergehen, bis die Exzesse im Immobiliensektor verarbeitet sind. Die Behörden werden die Konjunktur zwar stützen, aber China wird für die Weltwirtschaft auf einige Jahre Sicht keine Lokomotivfunktion mehr wahrnehmen können. Die Exporte nach China werden

sich verlangsamen, was Europa und die Schwellenländer treffen wird.

Angesichts dieser Entwicklungen sind die Konsensprognosen von gegen 5% Wachstum in den USA, Europa und China völlig überzogen und dürften im kommenden Jahr enttäuscht werden.

Abnehmende Liquidität an den Märkten

Der eigentliche Treiber der Finanzmärkte ist jedoch die Geldpolitik bzw. die Liquidität – und dort drehen sich nun die Vorzeichen im Vergleich zu den letzten zwei Jahren. Die US-Zentralbank (Fed) wird demnächst ihre Interventionen und Liquiditätszuschüsse, die im Lauf der letzten zwei Jahre kumuliert etwa 4 Bio. \$ betragen, auslaufen lassen: Der Anstieg der Konsumentenpreise um 6,8% und der Produzentenpreise um fast 10% zwingt sie dazu.

Auch wird das US-Schatzamt, das sein Konto bei der Zentralbank in den letzten eineinhalb Jahren von 1,8 Bio. \$ auf 140 Mrd. \$ zurückgefahren hat, wieder auf die Zielgrösse von 500 bis 550 Mrd. \$ aufstocken. Ein Abbau des Treasury-Kontos beim Fed bewirkt einen Liquiditätszuschuss ins Kreditsystem, aber ein Aufbau dieses Kontos entzieht dem System Liquidität – in diesem Fall sprechen wir von rund 400 Mrd. \$. Diese beiden Faktoren werden die Liquiditätslage im US-Finanzsystem verschlechtern.

Hinzu kommt, dass China seine Dollar-Einnahmen aus dem eigenen Handelsüberschuss von etwa 400 Mrd. \$ nicht mehr in US-Treasuries investiert, sondern damit auf US-Dollar lautende Kredite von ausländischen Banken zurückbezahlt. China will

seine Abhängigkeit von kurzfristigem ausländischem Geld angesichts des Konflikts mit den USA reduzieren.

So wie die weltweite Kreditschöpfung von in Dollar denominierten Krediten die Liquidität für die Finanzmärkte erhöht, so schrumpft sie, wenn Kredite zurückbezahlt werden. Also wird sich auf der Makro-Ebene betrachtet die Liquidität auch aus dieser Warte zurückbilden.

Die Wachstumsrate des globalen Geldmengenaggregats M₂, ausgedrückt in Dollar, fällt seit Monaten vom Höchst von 20% auf gegenwärtig noch 7%; Tendenz weiter fallend.

Nur die Europäische Zentralbank führt ihre schädliche Politik von Negativzinsen weiter. Diese Finanzhilfe für Pleitestaaten hat mit stabilitätsorientierter Geldpolitik, wie das bei der Bundesbank grossgeschrieben wurde und im Maastrichter Vertrag festgehalten ist, nichts mehr zu tun. Aber die EZB wird damit erstens die Finanzmärkte nicht retten, und zweitens wird sie das letzte Vertrauen verlieren, wenn sie angesichts von Inflationsraten um 5% diese Politik weiterführt.

Aufgebaute Exzesse können Korrektur beschleunigen

Die globale Liquiditätslage verschlechtert sich also laufend. Erfahrungsgemäss führt das früher oder später zu einer Korrektur an den Finanz- und Rohstoffmärkten. Die meisten Auguren sehen dann jeweils eine «gesunde Korrektur» von 5% bis 8%, die niemandem wirklich weh tut.

Das ist jedoch zu kurz gedacht, denn wenn sich die Rahmenbedingungen verschlechtern, hängt das Ausmass der Korrektur davon ab, wie stark die Anleger investiert sind und ob sich Exzesse in der Positionierung aufgebaut haben.

In den letzten zwölf Monaten sind in den USA netto über 1 Bio. \$ in Aktien und Aktienfonds geflossen – das ist so viel wie in den letzten zwanzig Jahren zusammen. Offensichtlich sind nach der fulminanten Hausse viele Anleger zum Schluss gekommen, dass es keine Alternative zu Aktien gibt. Das ist ein Jahrhundert-Exzess. Die Allokation der privaten Haushalte in Aktien ist heute deutlich höher als zum Zeitpunkt anderer Börsenspitzen, sei es 1973, 2000 oder 2007. Die institutionellen Investoren derweil haben heute in ihren Portfolios Aktien so hoch gewichtet wie in den letzten zyklischen Börsenspitzen.

Gefahr eines forcierten Liquidationsdrucks

Mit anderen Worten: Die Positionierung ist sehr einseitig und lässt nur wenig Spielraum für weitere Käufe, hingegen viel Spielraum für Liquidationen, wenn die Nachrichtenlage sich verschlechtern und die Kurse zu fallen beginnen würden.

Sollte in dieser Konstellation eine zunächst harmlose Korrektur von 5% bis 8% einsetzen, so könnte diese plötzlich weitergehen und eine Liquidationswelle auslösen, weil viel zu viele Novizen an den Markt gekommen sind und viel zu grosse Positionen spekulativ, auch auf Kredit, gehalten werden.

Wenn die Kurse sinken, dann kann dies zu forciertem Liquidationsdruck führen. Damit könnte sich angesichts der

exzessiven Positionierung eine kleine Korrektur plötzlich auf 20% oder 30% im Index ausweiten.

Die Marktbreite nimmt ab

Der Gesundheitszustand der Aktienmärkte ist bereits angeschlagen, weil zahlreiche Aktien den Anstieg der breiten Indizes seit einigen Monaten nicht mehr mitmachen. Im Nasdaq 100 sind beispielsweise bereits 65% aller Aktien schon 20% oder mehr gefallen, 37% haben bereits mehr als 50% verloren. Der ARK Innovation ETF (ARKK) der «Starmanagerin» Cathie Wood, die auf Branchen mit grossem Wachstumspotenzial setzt, ist bereits mehr als 40% gefallen.

Wenn nur noch die Generäle vorwärtsstürmen, während das Fussvolk in die andere Richtung geht, dann ist der Krieg verloren. Das Ausmass und die Heftigkeit der Korrektur im ersten Halbjahr 2022 könnte daher viele Marktteilnehmer überraschen.

Wer die Performance der verschiedenen Indizes näher betrachtet, der sieht, dass seit dem letzten Höchstpunkt im Jahr 2007 der S&P 500 um über 200% gestiegen ist, während der Weltindex ex-USA lediglich um 15% zugelegt hat. Und im S&P 500 waren primär sechs Aktien für den Kursanstieg verantwortlich: Alphabet, Amazon, Apple, Netflix, Microsoft und Facebook. Diese Tech-Riesen stiegen um 1300%, während die anderen 494 Aktien im S&P 500 nur 115% und der Weltaktienindex ex USA lediglich 15% zulegten.

Das sind eklatante Diskrepanzen und zeugen davon, wohin das grosse Geld geflossen ist. Selbstverständlich sind die

Starperformer aller Unternehmen mit einem grandiosen Geschäftsmodell und hoher Rentabilität. Aber sie sind auch stolz bewertet, und einige von ihnen zeigen nun ein verlangsamtes Wachstum.

Diese Beispiele zeigen, wie wichtig die Titelauswahl ist. Seit dem Tiefpunkt nach der globalen Finanzkrise im März 2009 hat die passive Buy-and-Hold-Indexstrategie eine sehr lukrative Anlagerendite erzielt und andere Methoden deutlich geschlagen. Die amerikanischen Tech-Giganten haben aufgrund ihres Gewichts in den Indizes einen immer grösseren Anteil der passiven Anlagegelder angezogen.

Wird die US-Notenbank abermals einknicken?

Wer aber glaubt, dass diese Strategie auch in den nächsten zehn Jahren Erfolg haben wird, der dürfte enttäuscht werden. Wenn ich die Korrelation von Aktienbewertung und der zukünftigen jährlichen Realrendite für die nächsten zehn Jahre berechne – eine Methode, die in der Vergangenheit sehr verlässliche Resultate brachte –, dann wird vom heutigen Niveau aus die Realrendite für den Weltaktienindex in Dollar bei null sein. Das Gleiche gilt für die US-Indizes.

Natürlich bedeutet das nicht, dass die Börsenkurse über die nächsten Jahre am gleichen Ort stehenbleiben werden. Im Gegenteil: Sie werden sich in grossen zyklischen Ausschlägen bewegen. Aber die in der letzten Dekade so erfolgreiche Buy-and-Hold-Strategie wird in den nächsten zehn Jahren enttäuschende Resultate liefern.

Das heisst mit anderen Worten, dass in der nächsten Dekade nicht nur die Titelselektion, sondern auch das Timing der zyklischen Bewegungen sehr wichtig sein wird. Wer das nicht beherrscht, muss sich mit sehr mageren Renditen begnügen.

Für 2022 erwarte ich zunächst eine heftige Korrektur, mit grosser Wahrscheinlichkeit in der ersten Jahreshälfte. Dieser Einbruch, sowie die generell abflachenden Wachstumsraten in der Realwirtschaft, werden die Notenbanken und die Fiskalbehörden jedoch sofort wieder zu grossen Stimulusmassnahmen greifen lassen. Die Folge wird ein abermaliges Kursfeuerwerk sein, das die Börsen im Verlauf der kommenden zwei Jahre auf neue Höchststände treiben könnte.

Viel Glück beim Timing!