



Aquila & Co. AG | 13. März 2017

China, FED-Zinszyklus, Ende des Bullenmarktes und wie alles zusammenhängt

Chinas Wirtschaft läuft aufgrund anhaltender Stimuli wesentlich besser als vom Konsensus erwartet. Der sich aufblähende Schuldenberg könnte jedoch innerhalb der nächsten 1-3 Jahre zu einem Platzen der Schuldenblase führen. Da die Wirtschaft in den USA sich in Richtung Überauslastung bewegt und die Inflation der Vermögenswerte weit fortgeschritten ist, wird die FED die Zinsen innerhalb des Jahres Richtung 1.75% erhöhen und in 2018 die 2%-Marke überschreiten. Damit dürften die Zinsen zum Feind des chinesischen, zunehmend kreditfinanzierten Wachstums werden und zum gefährlichsten Feind der weltweiten Aktien-, Immobilien-, und Bondmärkte.

Die extrem expansive Fiskalpolitik Chinas hat zu einer markanten Wachstumsbeschleunigung geführt. China erhöhte die Fiskalausgaben gegenüber dem Vorjahr um rund 38%. Die Überraschung beschränkte sich jedoch nicht nur auf ein überraschend starkes Realwachstum. Die Produzentenpreise und der GDP-Deflator stiegen ebenfalls deutlich schneller, als der Konsens erwartete. Im November 2017 wird nach 5 Jahren der 19. Parteitag der kommunistischen Partei Chinas stattfinden. Traditionsgemäss steht die Wirtschaftspolitik unter dem Motto: „Bloss keine Schwäche zum Parteitag“. Dies bedeutet jedoch, dass in 2018 eine Wachstumsverlangsamung äusserst wahrscheinlich ist. Letztendlich wird es dem Politbüro und den nachgelagerten Verwaltern lediglich gelingen, Wachstum aus der Zukunft nach vorne zu verlagern. Die explodierenden Bruttoschulden, werden den Wirtschaftsmanipulationsmöglichkeiten schon bald nahezu unüberwindbare Schranken auferlegen.

Die Bankkredite wuchsen annualisiert mit 13%, der Posten „Total Social Financing“ mit 12.8% und damit schneller als das nominale Bruttoinlandprodukt Chinas. Die Kenngrösse „Bruttoschuld in Prozent des Bruttoinlandproduktes“ kann jedoch nicht beliebig wachsen, da ansonsten die Kreditwürdigkeit so schlecht ist, dass die privaten und halbstaatlichen Kreditgeber keine neuen Kredite mehr vergeben werden. Es ist schwierig, diese Kennzahl zu schätzen, da beispielsweise die Schulden staatseigener Betriebe nicht direkt der Staatsverschuldung zugerechnet werden, aber ökonomisch zugerechnet werden sollten. Seriöse Schätzungen, bspw. von McKinsey zeigen Schuldenstände von über 250% des BIP an. Die weitere Aufblähung der chinesischen Schuldenblase dürfte wohl das Hauptrisiko für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte in den nächsten Jahren darstellen. Das Platzen dieser Blase dürfte die Märkte vor enorme Herausforderungen stellen. Es ist wahrscheinlich, dass dies noch nicht in 2018, sicher nicht in 2017 geschieht. Je länger die Blase sich aufbläht, desto grösser der Knall... Der Auslöser für das Platzen der chinesischen Kreditblase könnte der anstehende Anstieg der US-Zinsen, sprich die wachsende (Real)Zinsdifferenz zwischen den US-Zinsen und den chinesischen Zinsen sein.

Ein –zugegeben- kleiner Schritt in Richtung zukünftigem Drama dürfte schon nächste Woche beim nächsten FOMC Meeting am Mittwoch stattfinden. Die offizielle Arbeitslosenquote in den USA fiel auf 4.7%. Die umfassender definierte, sogenannte U6 Arbeitslosenquote fiel auf 9.2% zurück. Die Stundenlöhne in den USA wachsen derzeit annualisiert mit rund 2.8%. Im Februar wurden 235'000 neue Stellen ausserhalb des Agrarsektors geschaffen.

Das Nettovermögen der amerikanischen Haushalte stieg auf den Allzeitrekordhöchststand von 92 Billionen USD. Die expansive Geldpolitik hat somit bereits stark inflationär gewirkt. Nicht auf die Konsumentenpreise, sondern auf die Vermögenswerte.

Die Konjunkturankurbelung über die Vermögensseffekte hat weltweit an Fahrt gewonnen:

Vermögenseffekt I: ich bin reicher und leiste mir jetzt was aus dem Vermögensbestand.

Vermögenseffekt II: als Unternehmer ist es für mich günstiger, selbst zu investieren, als eine Unternehmung aufzukaufen, da letzteres (aufgrund der hohen Unternehmensbewertungen) relativ teurer ist. Es ist wahrscheinlich, dass die Unternehmensinvestitionen („endlich“) wieder vernünftig wachsen werden, insbesondere in den USA.

Die FED spricht nicht so offen über die Assetpreise, aber die Diskussion, dass diese zu schnell zu hoch gestiegen sind und somit erneut die Finanzmarktstabilität gefährden dürften, wird sicher hinter verschlossenen Türen geführt werden. In diesem Sinne, gibt es eben nicht nur einen FED-Put, sondern auch einen FED-Call: Ein zu schnelles Ansteigen der Aktien- und Immobilienpreise wird zunehmend unerwünscht und somit selbst zur Ursache einer restriktiveren Geldpolitik.

Last, but not least: Die Anzeichen, dass der Geldschöpfungsmultiplikator aufgrund einer tieferen Liquiditätspräferenz wieder ansteigen wird, mehren sich. Mit dem zeitlich verzögerten Anwachsen der höheren Geldmengenaggregate gewinnt der Transmissionsmechanismus der Ausweitung der monetären Basis auf die Inflationsraten an Fahrt.

Die gute Konjunkturlage, die tiefe Arbeitslosenquote, die Lohnzuwächse, der Anstieg der Geldschöpfungsmultiplikatoren und die hohen Asset Preise (das hohe Nettovermögen) sprechen alle dafür, dass die FED in der nächsten Woche eine weitere Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte durchführen wird (neues Zielband: 0.75%-1.00%).

Gegen Ende 2017 dürfte der Leitzins, die sogenannte Fed Funds Target Rate, zwischen 1.5% - 1.75% liegen. Die Prognosen der FED: GDP Wachstum von 2.1%, Arbeitslosenquote von 4.5% und Kerninflationsrate von 1.8% gegen Jahresende. Uns erscheinen diese Prognosen jedoch aufgrund der derzeitigen Datenlage zu konservativ zu sein. Wir sind deshalb der Ansicht, dass der Ausstieg der FED aus der immer noch ultraexpansiven Geldpolitik zunächst gelingen wird.

Höhere Zinsen stellen nicht nur eine Erhöhung des Abdiskontierungssatzes dar.

Höhere Zinsen signalisieren, dass die Deflationsgefahr geringer geworden ist und das Nominalwachstum der Gewinne angestiegen ist. Sie signalisieren, dass das internationale Finanzsystem an Stabilität gewonnen hat (und deshalb die von den Investoren geforderten Risikopämien gesunken sind). Sie zeigen ebenfalls an, dass das geldpolitische Munitionslager wieder einen Minimumbestand an scharfer konventioneller Munition beinhaltet: bei der nächsten Krise kann man die Zinsen wieder spürbar senken.

Deshalb dürften die anstehenden Zinserhöhungen auch von den Aktien- und Immobilieninvestoren zunächst eher positiv als negativ aufgenommen werden.

Die Normalisierung der US-Zinslandschaft wird es der EZB und der BOJ ermöglichen, zumindest verbal mit einem Einstellen der Anleiheaufkaufprogramme (Tapering) und Zinserhöhungen zu flirtieren.

Die Wahrscheinlichkeit, dass höhere Zinsen in rund 12-24 Monaten zum Feind des chinesischen, zunehmend kreditfinanzierten Wachstums und zum gefährlichsten Feind der weltweiten Aktien-, Immobilien-, und Bondmärkte ist unserer Einschätzung nach hoch. Die Ampeln dürften somit in den nächsten Quartalen auf „Gelb“ umspringen. Aufmerksames Beobachten der Ampel und Vorbereitungen zum Bremsen sind somit das Gebot der nächsten Quartale.

Kontakt: Thomas Härter, Investment Office
Tel.: +41 58 680 60 44