Aktien – Crash, Korrektur, neuer Aufschwung?

Description

Die Presse bietet für den aktuellen Kurseinbruch v.a. an europäischen, aber auch an amerikanischen Aktienbörsen eine ganze Reihe an Erklärungen an. Da werden zuerst die geopolitischen Risiken in der Ukraine und im Gaza-Streifen, dann der selektive Default Argentiniens, aber auch das Wieder-Aufflammen der europäischen Bankenkrise in Gestalt einer portugiesischen Bank genannt. Auch die Umsatzausfälle und Gewinnschmälerungen sind ein Thema, die auf gegen Russland verhängte Sanktionen zurückgehen.

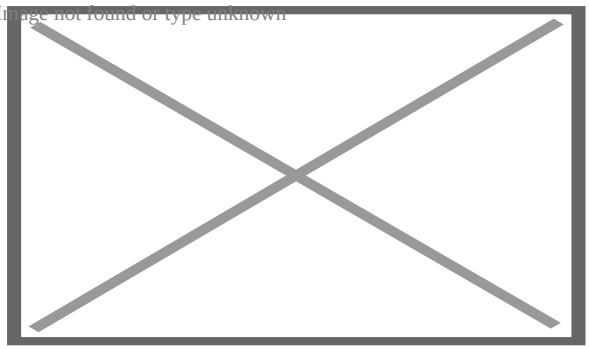
Aus meiner Sicht sind das jedoch Anlässe, keine Gründe, bestenfalls Erklärungen an der Oberfläche, hinzukommende Faktoren. Abgesehen von großen exogenen Schocks machen Kurse Nachrichten, nicht umgekehrt. Also muss der gegenwärtige Zustand der Aktienmärkte im Zentrum der Ursachenanalyse stehen. Hier spielen folgende Faktoren eine wichtige Rolle:

Der S&P 500 ist in den zurückliegenden 17 Monaten um 40% gestiegen, die Rallye wurde angetrieben durch die Notenbankpolitik des billigen Geldes und durch die Hoffnung auf konjunkturelle Besserung am Leben gehalten. Dabei hat die Volatilität stetig abgenommen und kürzlich ein Niveau erreicht wie zuletzt im Frühjahr 2007. Solch niedrige Werte sind ein Zeichen von „Zufriedenheit" und "Sorglosigkeit". Dabei hat die Fed durch ihre immer wieder gebetsmühlenartig vorgetragene Versicherung, die Zinsen lange niedrig zu halten, entscheidend dazu beigetragen, die Akteure einzulullen und glauben zu machen, die Vertreibung aus dem Paradies werde diesmal ausbleiben.

Normalerweise bildet der VIX mit höheren Hochs im S&P 500 niedrigere Tiefs aus. Tritt jedoch ein Gleichlauf auf, insbesondere wenn der VIX gleichzeitig mit einem Anstieg im S&P 500 steigt, weist das auf Instabilität bei der Kursbildung hin und eröffnet die Möglichkeit für einen gegen den übergeordneten Trend gerichteten Kursrückgang. Typischerweise wird diese Möglichkeit bestätigt, wenn der VIX in einem 50-Tage-Fenster über seinen gleitenden Durchschnitt steigt (siehe hier!). Genau das ist aktuell gegeben.

Aktien haben insbesondere im Small- und Mid-Cap Bereich luftige Bewertungen erreicht. Die Tatsache, dass weniger Aktien neue Hochs erreichen, unterstreicht die zunehmende Instabilität bei der Kursbildung, wie sie auch der VIX reflektiert.

Schließlich befindet sich die Volumenverteilung im S&P 500 seit Anfang Juli in Distribution, was stets kurzfristige Kursschwäche unterstreicht: Der Volumenanteil fallender Aktien steigt gegen den steigender Aktien. Die Distribution ist aktuell zwar überdehnt und die durchschnittliche Länge solcher Überdehnungsphasen auch fast erreicht, aber im kurzfristigen Verlauf gibt es bis jetzt keine Hinweise auf ein Ende dieser Phase.

Image not found or type unknown


Soweit zur inneren Verfassung der Märkte.

Ein im Hintergrund stets schwelender Punkt ist die Frage der künftigen Zinspolitik. Die QE-Maßnahmen der Fed werden aller Voraussicht nach im Oktober auslaufen, die Mehrheit der Beobachter rechnet mit ersten Zinserhöhungen für Mai, bzw. Juni 2015. Bessere Makrodaten leisten Bedenken Vorschub, die Zinsen könnten bereits eher steigen – und umgekehrt.

In dieser Gemengelage hat Goldman Sachs die kurzfristige Haltung gegenüber Aktien auf neutral zurückgesetzt. Zur Begründung heißt es, die globale Wachstumsbeschleunigung liegt hinter uns, die geopolitischen Risiken sind bedeutend. Übergeordnet bleibt die Bank aber bullisch bei Aktien mit Schwerpunkt auf Europa und Japan, sowie Tech-Aktien. Der Unterschied zwischen Dividenden- und Bond-Rendite bleibe hoch, daher dürfte die Outperformance bei Aktien auf längere Sicht bestehen bleiben, heißt es.

Xavier Gabaix, H. Eugene Stanley, Parameswaran Gopikrishnan und Vasiliki Plerou haben sich vor einiger Zeit in einer Studie mit großen Kurssprüngen bei Aktien beschäftigt. Sie erklären in relativ illiquiden Märkten überschießende Volatilität ausgehend von Handelsaktivitäten großer institutioneller Investoren. In zahlreichen Folgestudien seien die Ergebnisse nur noch weiter bestätigt worden, heißt es – nicht nur im US-Markt der zurückliegenden 100 Jahre, sondern auch in internationalen Märkten. Die plausible Erkenntnis: Wenn große institutionelle Investoren keine weiteren Kurssteigerungen mehr sehen, verlassen sie den Markt, was wegen ihrer marktbeherrschenden Stellung wesentlichen Einfluss auf das Kursgeschehen hat.

In diesem Sinne sollte man die Meinung von Goldman Sachs am aktuellen Punkt ernst nehmen. Der entscheidende Punkt ist dabei die Auffassung, dass die Beschleunigungsphase des globalen Wachstums vorüber ist (oder zumindest pausiert).

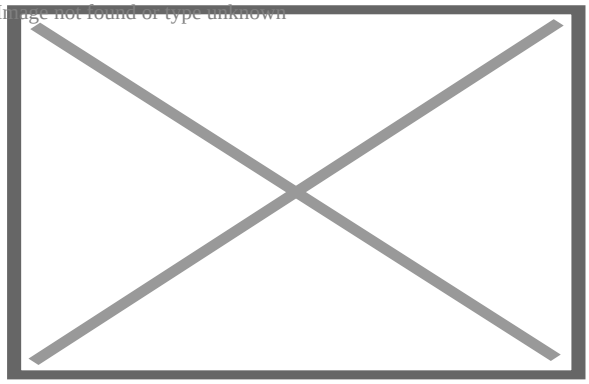
Davon ausgehend lässt sich z.B. die Nachricht, das US-BIP ist in Q2 um annualisierte 4% gestiegen (gegenüber einer Kontraktion in Q1 um revidierte 2,1% und einer Konsenserwartung von plus 3%) eher als Signal werten, hier kann zumindest kurzfristig nicht mehr viel kommen. Das gilt auch für den ISM-Index des verarbeitenden Gewerbes, der im Juli 57,1 Punkte steigt. Analysten hatten lediglich mit einem moderaten Anstieg auf 56 Punkte gerechnet nach 55,3 im Juni. Auch die weiterhin hohe, aber abnehmende Zahl neu geschaffener Arbeitsplätze im Juli ist so einzuordnen. Ebenso die Umsätze der US-Unternehmen in Q2, die im Jahresvergleich um 4,3% gestiegen, wobei rund 65% die Prognosen geschlagen haben (was über der historischen "Beat-Rate" von 61% liegt).

Die US-Arbeitskosten sind in Q1 so stark gestiegen wie seit 5 ½ Jahren nicht – das hat Bedenken hinsichtlich baldiger Zinssteigerungen neue Nahrung gegeben, wobei allerdings die Entwicklung der Arbeitslöhne im Juli hinter den Erwartungen von plus 2,2% im Jahresvergleich zurückblieb; sie stiegen lediglich um 2%. Beobachter sehen in der Lohnentwicklung die entscheidenden Hinweise auf den Zeitplan der Zinspolitik der Fed.

Insgesamt in den USA ein Bild einer Wirtschaft auf Erholungskurs mit Anzeichen von überschießenden Erwartungen. Das wird möglicherweise aktuell am besten verdeutlicht im ISM-Index der Region Chicago, dem eine gewisse Vorläuferfunktion für den landesweiten Index nachgesagt wird. Er war im Juni auf 62,6 gestiegen, gestützt durch einen starken Sub-Index der Produktion (über 70), aber auch durch starke Sub-Indices für neue Aufträge und Auftragsbestand. Im Juli stürzte der ISM-Index für die Region Chicago nun um zehn auf 52,6 Punkte ab, der stärkste Rückgang seit Oktober 2008. Ein solcher Wert legt nur noch mäßiges Wachstum nahe, zumal alle zuvor noch starken Sub-Indices gleichermaßen schwach tendierten.

Das Stimmungsbild der Eurozone zeigt Schwäche (Chartquelle), auch der ifo-Index ist zuletzt drei Mal in Folge gesunken.

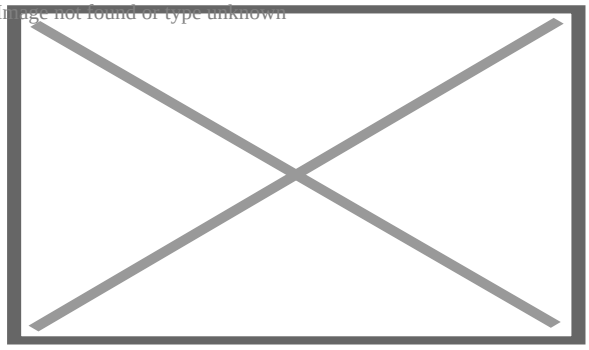
Image not found or type unknown



Europa ist näher an den geopolitischen Problemzonen angesiedelt, die weiterhin schwache Verfassung der Wirtschaft (s.a. Jahresteuerung in der Eurozone im Juli nur noch 0,4%) macht es schwer, solche Risiken einfach zu ignorieren.

Aktien befinden sich in einem fortgeschrittenen Bull-Markt. Bull-Märkte starten mit einer Erholung von zuvor (etwa in einer Rezession) gedrückten Kursen aus, bauen in der zweiten Phase auf soliden Fundamentaldaten auf, in der dritten Phase treibt der spekulative „Herdentrieb“ die Kurse noch weiter hoch. Gemessen an dem Grad der Linearität des Kursverlaufs, sowie des Abstands zu langfristigen Durchschnitten, bzw. Regressionsgeraden, lässt sich die Phase des Herdentriebs klar diagnostizieren (zur Erklärung siehe hier!). Spekulative Übertreibungen sind für sich alleine jedoch kein Grund, warum die Übertreibung nicht noch weitergehen kann.

Image not found or type unknown



Der Herdentrieb gedeiht besonders gut in einem beständigen Fluss an "guten Nachrichten". Dieser Fluss ist zunächst gestört durch makroönonomische und geopolitische Faktoren. Auch in Anbetracht der Sommerzeit mit ihrer erhöhten Wahrscheinlichkeit von erratischen Kursverläufen dürfte zunächst eher damit zu rechnen sein, dass die Phase erhöhter Volatilität anhält. Es mag auch sein, dass das jüngste Topp im S&P 500 zunächst nicht wieder erreicht wird. Allerdings sehe ich am aktuellen Punkt auch wenig belastbare Anzeichen für eine Crash-artige Entwicklung. Abgesehen von gravierenden exogenen Schocks finden Übertreibungs-Phasen wie die aktuelle erst mit einer geldpolitischen Straffung oder anderen, die globale Liquidität erheblich einschränkenden Ereignissen ein Ende.

Nachtrag:
(6.8.14) In das Bild überschießender Erwartungen passt auch, dass der ISM-Dienstleistungsindex im Juli mit 58,7 so hoch gestiegen wie seit Januar 2008 nicht mehr. Im Vormonat hatte er bei 56,0 notiert, erwartet wurde ein Stand von 56,1. Immer mehr bullisch eingestellte Akteure mögen sich (auch vor dem Hintergrund der exogenen Faktoren (Geopolitik)) fragen, was da an noch besseren Meldungen kommen kann, um die bullische Ausrichtung aufrecht zu erhalten.