

Die Frage, welches Kurspotenzial in einer gegebenen Situation für Aktien realisierbar ist, hängt im wesentlichen davon ab, welche Entwicklungsmöglichkeiten für die Unternehmensgewinne noch bestehen. Das hat mit der Bewertung nach Kurs-Gewinn-Verhältnis zu tun (siehe die [Untersuchung von Vanguard](#)), und gelegentlich ist jetzt wieder, nach den Kursstürzen, von einem günstigen KGV die Rede. Das gilt aber nur, wenn man die längerfristigen Gewinnerwartungen unverändert zugrunde legt. Und ob das zutrifft, hängt wesentlich mit dem weiteren wirtschaftlichen Wachstum zusammen.

Daher erspare ich mir in diesem zweiten Teil der Artikelserie über die verbleibenden Aussichten bei Aktien die Diskussion der aktuellen KGV-Bewertung und befasse mich statt dessen mit der Frage nach den makroökonomischen Rahmenbedingungen (v.a. in den USA). Im [ersten Teil](#) geht es um das Potenzial, was sich aus technischer Sicht beim S&P 500 abzeichnet. Im [dritten Teil](#) werden "Umgebungsbedingungen" aus den Zins-Märkten diskutiert.

Seit dem Platzen der chinesischen Aktienblase beschäftigen sich die Beobachterscharenweise mit den Aussichten der chinesischen Wirtschaft, obwohl es bereits lange zuvor, etwa mit dem Verlauf der chinesischen Industrieproduktion (siehe z.B. [hier](#) und auch [hier](#)), klare Anzeichen einer Verlangsamung des Wachstums gab.

Darüber hinaus ist seit Beginn des neuen Jahrtausends und insbesondere seit der Finanzkrise 2008 evident, dass sich das Wachstum der Weltwirtschaft insgesamt deutlich abschwächt. [Gavyn Davies zeigt z.B., dass der Verlauf des kaufkraftgewichteten BIPs der G7-Länder seit fünf Jahrzehnten von ehemals 4,2% auf jetzt 1,7% absteigt](#). Als wichtige Faktoren diskutiert er das sinkende Bevölkerungswachstum und die abnehmende Arbeitsproduktivität. Auch die [BIS/BIZ sieht in ihrem Jahresbericht 2014 das Wachstum der Weltwirtschaft nach wie vor unter dem Vorkrisendurchschnitt](#). Die Wiederherstellung eines nachhaltigen weltweiten Wirtschaftswachstums stelle eine große Herausforderung dar, die Investitionstätigkeit sei weiterhin gering, das Produktivitätswachstum schwach, heißt es.

Diese strukturelle Entwicklung wird bisher geflissentlich "übersehen", bzw. es wird nach der Devise agiert, die Geldflut der Notenbanken wird es schon richten. Mit dem China-Crash als medienwirksames Groß-Ereignis lässt sich das so nicht länger durchhalten. Seitdem wird der Wachstumsproblematik eine größere Beachtung geschenkt, noch wird aber mehrheitlich versucht, sie als chinesisches Problem mit gewissen Rückwirkungen auf Europa und USA zu isolieren.

Ganz aktuell wurde gemeldet, dass die chinesischen Importe im August stärker gesunken sind als erwartet, die Exporte hingegen sanken weniger als erwartet. Chinesische Aktien stiegen daraufhin getrieben durch die Hoffnung auf weitere geldpolitische Anreize der PBoC, andere Märkte insbesondere außerhalb von Asien folgten. Dabei half auch ein neuer deutscher Rekordwert bei den Exporten im Juli.

Die Kapitalabflüsse aus China beschleunigen sich. Im August nahmen die

Währungsreserven des Landes um 94 Mrd. Dollar ab. Zwischen Juni 2014 und Juni 2015 sind etwa 500 Mrd. Dollar aus China abgezogen worden. Die chinesischen Währungsreserven sind von ehemals rund 4 Bill. Dollar auf mittlerweile unter 3,6 Bill. Dollar abgeschmolzen, bis Jahresende könnten sie nach Berechnungen der Citigroup auf 3,3 Bill. Dollar sinken. Da die Reserven zu einem wesentlichen Teil aus US-Treasurys bestehen, schwächt das cet. par. den Außenwert des Dollar und treibt die langfristigen US-Renditen hoch.

Dollar-stärkend wirkt hingegen die Auflösung von Dollar-Krediten, die chinesische Firmen v.a. über Niederlassungen in Hong Kong aufgenommen hatten. Solche Carry-Trades werden mit festerem Dollar, schwächerem Renminbi und der Erwartung einer US-Zinswende unwirtschaftlich und bedrohen in Zeiten einer schwächeren konjunkturellen Entwicklung die Rentabilität. Durch Verkauf von Dollar-Währungsreserven wird dem entgegengewirkt.

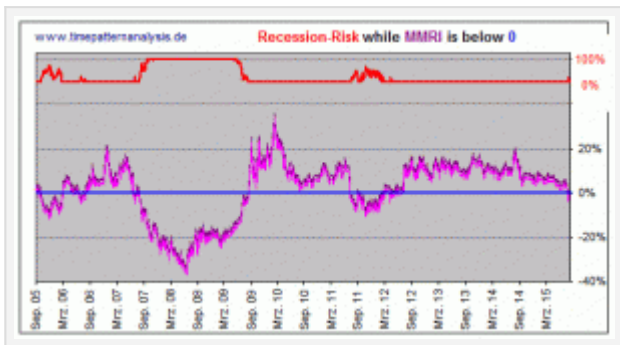
Was im Bereich der Kapitalflüsse vor sich geht, ist von besonderer Bedeutung. Erinnerungen an die [Tigerstaatenkrise](#) drängen sich auf.

In Asien steigen seit dem China-Crash die Zinssätze am Geldmarkt, auf dem sich Banken untereinander kurzfristig Geld leihen. Zudem legen die CDS-Spreads asiatischer Banken und die Kreditkosten dort zu. **Dies alles sind Anzeichen, dass die globale Liquidität schrumpft, womit tendenziell auch das monetäre Potenzial für frische Aktienkäufe abnimmt.** Die abnehmende Risikoneigung tut ein übriges. Ich komme darauf im dritten Teil dieser Artikelserie zurück.

Die US-Wirtschaft ist im zweiten Quartal nach der zweiten BIP-Schätzung mit +3,7% deutlich stärker gewachsen als die erste Schätzung mit +2,3% ergab. Von daher scheint in den USA eine Rezession nicht so schnell in Sicht. Die PMI-Indices sind jedoch im August weltweit erneut schwächer ausgefallen, auch der US-amerikanische ISM-Index sank unerwartet stark. Sein Sub-Index für Beschäftigung zeigte sich ebenfalls erneut schwächer, der Arbeitsmarktbericht lieferte mit deutlich weniger als erwarteten neuen Stellen die Bestätigung dafür. Der aus der Industrieproduktion ("INDPRO"), der Zahl der neuen Stellen ("PAYEMS"), dem verfügbaren Privateinkommen ("DSPIC") und dem privaten Konsum ("PCE") gebildete Diffusionsindex (rote Linie im unteren Chart-Teil) liegt per Juli mit 63% im expansiven Bereich, die Industrieproduktion zeigt dabei deutlichen Tempoverlust (siehe im Chart: Abnehmender Gleichlauf bei der Korrelation mit den anderen Indikatoren). Das ist Zeichen einer Konjunkturabkühlung.

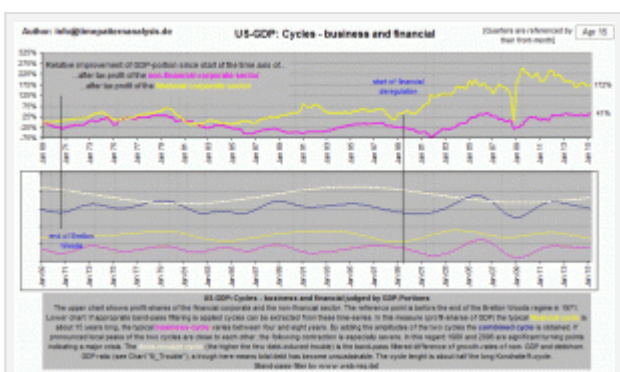


Der „Makro Market Risk Index“ ([zum Hintergrund](#)) schätzt das Risiko einer Rezession anhand der Entwicklung von Kredit- und Renditespreads, der Entwicklung des S&P 500 und des Preisverlaufs für US-Öl (WTI) ab. Er zeigte vor einigen Tagen kurzzeitig eine leicht gestiegene Rezessionswahrscheinlichkeit an. Das Signal wurde mit steigenden Ölpreisen wieder neutralisiert.



Auch aus der Auswertung von Merkmalen der Zinsstruktur kommt gegenwärtig keine Rezessionswarnung (siehe Chart "[Rezessions-Wahrscheinlichkeit nach Rendite-Spreads](#)!"), so dass sich unter dem Strich für die US-Wirtschaft nichts anderes ergibt, als zuletzt [hier](#) diskutiert.

Die Modellierung des Konjunkturzyklus in den USA liefert per zweites Quartal dieselbe Diagnose (Chart in der Mitte): Tempoverlust im Nichtfinanz-Sektor (violett) und zusammen mit dem Abschwung im Finanzsektor (gelb) insgesamt ein mäßiger kombinierter Konjunkturabschwung (dunkelblau). Anzeichen einer unmittelbar anstehenden Rezession ergeben sich auch von hier aus (noch) nicht.



[Unter diesem Link](#) (englisch) werden einige aktuelle Schwachpunkte der US-Wirtschaft erörtert. Der Autor schreibt dazu: "This week, let's look at the latest evidence confirming the piss-poor health of American factories."

Da Aktienmärkte in besonderem Maße Veranstaltungen für ein breiteres Publikum sind, ein paar Sätze zu ihrer medialen Begleitung: Aktienmärkte nehmen die zukünftige Entwicklung vorweg, heißt es immer wieder. Das mag schon sein, fragt sich nur wie lange der Vorlauf ist. Blickt man auf 2007/2008 zurück, so markierte der S&P 500 keine zwei Monate vor Beginn der damaligen Rezession noch ein Allzeithoch. Zum Halbjahresschluss 2008 stand der Index nur rund 10% tiefer, obwohl die kommende Finanzkrise damals schon mehr als deutlich sichtbar war. Allzuviel würde ich auf die „Weitsicht“ der Aktienmärkte nicht geben, je mehr trendfolgende Algorithmen im Handel großer Anleger dominieren, umso weniger.

Hinzu kommt, dass ein Aktienindex keine volkswirtschaftliche Veranstaltung ist, sondern auch von zahlreichen taktischen Aspekten getrieben wird. Hierzu würde ich angesichts des überdurchschnittlich langen Bull-Runs seit 2009 die Tatsache rechnen, dass sich große Player mit Material voll geladen haben. Um das in Zeiten sinkender Aussichten auf weitere Kursgewinne kursschonend abzubauen, bedarf es mehr als eines einmaligen Allzeithochs. Es muss im Gegenteil mehrfach versucht werden, trotz bereits deutlichem Gegenwind, Stimmung zu machen, damit dieses Material zu möglichst hohen Preisen an gierige Hände übergeben werden kann.

Den stärker werdenden makroökonomischen Gegenwind haben wir. Obwohl auch die Entwicklung in China nur ein Mosaikstein in einem schwachen weltwirtschaftlichen Gesamtbild ist, wird sie die Meinungsbildung vor allem in der Mainstream-Presse bis auf weiteres bestimmen. Da das Thema aber zuletzt hysterisch abgefackelt wurde, würde ich mich nicht wundern, wenn in Zusammenhang von nunmehr nachhaltiger steigenden Rohstoffpreisen allmählich in das Entspannungshorn getutet wird.

Und was die anstehende Zinserhöhung in den USA angeht, so wird deren Wirkung medial furchtbar überstrapaziert. Denkbar, dass sie Mitte September kommt. Dann könnte das medial als Beleg für die Widerstandskraft der Wirtschaft herhalten. Kommt sie nicht (was wahrscheinlicher ist), könnte das als Zeichen dafür verkauft werden, wie kundig die Fed die Wirtschaft begleitet und unterstützt. Irgendetwas wird der Wall Street Presse schon einfallen.

Trotzdem - die technische Verfassung der Aktienmärkte ist angeschlagen. Relativ unbedeutende negative Ereignisse können da eine unverhältnismäßig starke Kurswirkung entfalten. Der September gilt nicht gerade als der beste Börsenmonat, was u.a. an der Unsicherheit liegt, ob man sich auf eine Jahresendrallye hin positionieren soll oder nicht. Andererseits hat der Labour-Day-Feiertag, der am Montag begangen wurde und das Ende der Sommerpause an den Finanzmärkten einläutet, häufig die Wirkung eines Szenenwechsels: Waren die Kurse vorher notleidend, nahmen sie danach Fahrt auf und umgekehrt.

Aus Sicht der makroökonomischen Entwicklung wird die Wachstumsschwäche der Weltwirtschaft -auch am Beispiel China- immer deutlicher. Noch allerdings ist eine Rezession (oder Depression) kein kurzfristig wahrscheinliches Ereignis und eine moderate Abschwächung des Wachstums der chinesischen Wirtschaft wäre keine Katastrophe. Daher dürfte die Erwartung noch weiter steigender Unternehmensgewinne, bzw. das Getrommel von wieder günstigen Bewertungen noch eine zeitlang dominieren können. Das sollte eine Erholung bei Aktienkursen mit einem Potenzial, so wie [hier](#) diskutiert, unterstützen. Neue Höhenflüge sind angesichts der sich eintrübenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen aber unwahrscheinlich.

Artikelserie "Wachstumsillusionen":

- [Wachstumsillusionen - Teil 1](#): Aus Sicht von Ökonomen
- [Wachstumsillusionen - Teil 2](#): Aus Sicht von Unternehmensberatern und Soziologen
- [Wachstumsillusionen - Teil 3](#): Harte Fakten (Masseinheiten) zum Wachstum

Artikelserie "Aktien - Bullen tot?":

- [Teil 1](#): Marktpotenzial nach technischer Lage
- [Teil 2](#): Makroökonomische Rahmenbedingungen
- [Teil 3](#): Liquidität und Bondmärkte; Resümee

Nachtrag:

(14.9.15) Colin Twigg von Incrediblecharts befasst sich mit weiteren Aspekten hinsichtlich des Zustands der US-Wirtschaft und kommt zu dem Schluss: "[Not much wrong with the US economy](#)"

Das könnte Sie auch interessieren:

- [Lausige Zeiten für Aktien?](#) vom 20.02.2021
- [S&P 500 - das alte Spiel?](#) vom 31.07.2021
- [Droht Stagflation?](#) vom 24.10.2021

Andere lasen von hier ausgehend zuletzt auch:

- [China - Wachstum lässt weiter nach](#)
- [Aktien - Bullen tot? \(Teil 1 von 3\)](#)
- [Aktien und Bonds: Immer mehr Warnsignale](#)

Rate this item: ▼ Submit Rating

Bewertung: **5.0**/5

Please wait...