

# MAKROPERSPEKTIVEN

Nr. 20, Oktober 2015

## Kein neuer Bärenmarkt, aber stärkerer Gegenwind für Aktien

Befinden wir uns in einer normalen technischen Korrektur oder waren die letzten Wochen nur der Auftakt zu einem längerfristigen Kursrückgang an den Weltbörsen?

Rein rechnerisch betrachtet, spricht man von einem Bärenmarkt, wenn die Kurse seit ihrem letzten Hochpunkt um mehr als 20% gefallen sind. Bei den meisten Aktienmärkten lag dieser im April. US-Aktien haben seither in der Spitze knapp 15% verloren, die meisten anderen Börsen in den Industrieländern über 20%, in den Schwellenländern zum Teil deutlich mehr. Damit drängt sich die Frage auf, ob die bisherigen Aktienmarkttreiber ihre Wirksamkeit endgültig verloren haben oder nur temporär durch andere Faktoren überlagert werden.

Von zentraler Bedeutung ist die weitere Versorgung des Aktienmarktes mit Zentralbankliquidität, da ein Großteil der Aufwärtsbewegung in den USA und vor allem in Europa seit Ende der Finanzkrise nicht auf der dynamischen Erholung der Unternehmensgewinne basiert, sondern auf einer Ausdehnung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses. Dieses kletterte für US-Aktien seit 2011 von 12 auf in der Spitze 19 und für den Eurostoxx 50 von 8 auf 16.

Hierfür waren vor allem die massiven Zinssenkungen bzw. diversen Anleihekaufprogramme verantwortlich, die die Bilanzsumme aller Notenbanken seit der Finanzkrise von \$6.000 Mrd. auf \$12.000 Mrd. anwachsen ließen (vgl. **Grafik 1**).

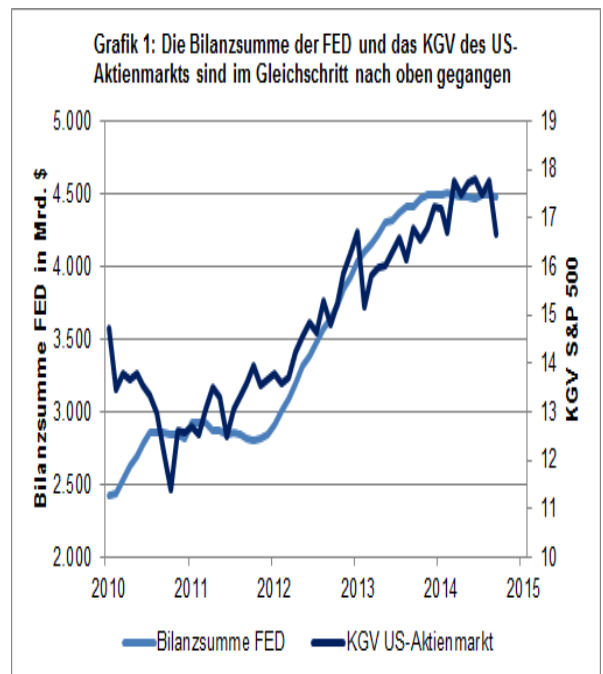
Die von der FED seit längerem angekündigte allmähliche „Entwöhnung“ von der allzu reichlichen Liquiditätszufuhr macht die Finanzmärkte deswegen anfälliger, selbst für kleinere Schocks, wie sie jüngst in Form eines Kurseinbruchs an der chinesischen Börse und der Mini-Abwertung des Renminbi passiert sind.

### **China als Spielverderber**

Die chinesische Regierung hat viel Vertrauen durch ihr ständiges Schwanken zwischen Staatseingriffen und „Laissez-Faire“ verspielt, wie sich jüngst an dem vergeblichen Versuch der Stabilisierung des chinesischen Aktienmarktes und der unglücklichen Kommunikation der „Teilfreigabe“ des Renminbi-Wechselkurses gezeigt hat.

Die Finanzmärkte bezweifeln die offizielle Begründung, dass diese Anpassung im Zusammenhang mit

der von China angestrebten Aufnahme des Renminbi in den exklusiven Klub der Weltwährungen – die sogenannten Sonderziehungsrechte des IWF - steht. Sie vermuten vielmehr, dass China nach dem Vorbild Japans Wachstumsimpulse über eine schwächere Währung erzeugen will. Was auch immer die Begründung sein mag, viele Investoren reagierten erst einmal mit dem Verkauf von Aktien.

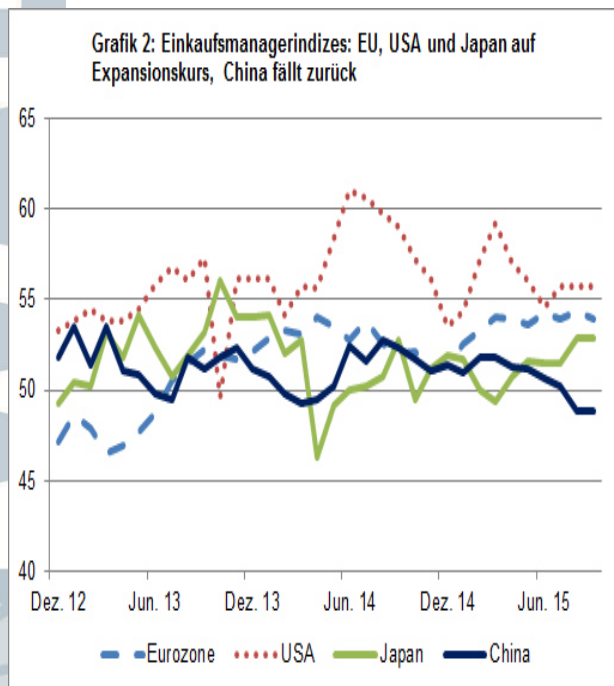


Der Aktiencrash in China beherrschte zwar die Schlagzeilen in den letzten Wochen. Seine Bedeutung für die weitere Börsenentwicklung in den USA und Europa wird aber überschätzt. Der chinesische Aktienmarkt wird von inländischen Privatanlegern dominiert, die nur einen geringen Anteil ihres Gesamtvermögens dort investiert haben. Die Vermögensverluste halten sich deshalb trotz des saftigen Kursrückgangs in engen Grenzen ebenso wie die Auswirkungen auf den privaten Verbrauch.

Auch eine Wachstumsabschwächung in China ist für die USA und Europa beherrschbar, wie sich beispielsweise in der jüngsten Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes (kombiniert für Industrie und Dienstleistungen) in den USA, der Eurozone und Japan ablesen lässt. Seit etwa einem halben Jahr haben sich diese von dem chinesischen Index weitgehend entkoppelt (vgl. **Grafik 2**).

Nach einer aktuellen Untersuchung der Bundesbank würde ein Rückgang der chinesischen Wirtschaftsleistung um 4% über zwei Jahre in Folge eines heimischen Nachfrageschocks Wachstumseinbußen von lediglich 0,2% in der Eurozone und sogar noch weniger in den USA nach sich ziehen. Zwar würde China weniger importieren, aber dieser negative Effekt würde vor allem durch niedrigere Rohstoffpreise und deren positive Wirkung auf den privaten Verbrauch weitgehend ausgeglichen.

Außerdem ist zu berücksichtigen, dass Deutschland ähnlich wie die USA im Jahr 2014 insgesamt mehr Waren aus China importiert, als exportiert hat. China ist eben auch für Deutschland nicht nur ein wichtiger Absatzmarkt, sondern auch immer noch die „verlängerte Werkbank“.



Auf Unternehmensebene können freilich die Effekte deutlich stärker ausfallen: Der auf Gesamtasien (mit Schwerpunkt China) entfallende Umsatzanteil der im S&P 500 vertretenen Unternehmen beträgt zwar nur 8%, bei einem Unternehmen wie Apple allerdings ein Drittel.

Die Unternehmen aus dem Eurostoxx 50 machen im Durchschnitt 5% ihrer Umsätze in China, aber 25% entfallen auf die Gesamtheit der Schwellenländer, die angesichts der Stagnation in der Eurozone im wesentlichen für den Umsatzanstieg in den letzten 5 Jahren verantwortlich waren. Europäische Unternehmen sind daher stärker von den Verwerfungen in China und anderen Schwellenländern betroffen, was sich auch in größeren Kursverlusten im Vergleich zu den USA

niedergeschlagen hat (vgl.oben). Besonders hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang die deutschen Automobilhersteller BMW und VW, die einen auf China entfallenden Umsatzanteil von jeweils knapp 20% haben.

### Zentralbankliquidität wird knapper

Weitgehend unbemerkt sind die Währungsreserven etlicher Schwellenländer – nicht nur Chinas – seit Monaten rückläufig und haben die Liquiditätszufuhr für die Finanzmärkte durch die Anleihekäufe der EZB und Bank von Japan mehr als kompensiert. Die Bilanzsumme aller Notenbanken schrumpft seit Juni. Diese „Anti-Quantitative-Easing-Politik“ hat die Finanzmärkte stärker unter Druck gesetzt als der chinesische Aktienmarktcrash oder die Spekulation über die tatsächliche Höhe des Wirtschaftswachstums.

Die FED hat auf ihrer letzten Sitzung die Verschiebung der ersten Zinserhöhung unter anderem mit der Eintrübung des globalen Liquiditätsumfelds begründet. Man könnte sogar sagen, dass die Turbulenzen in den Schwellenländern in ihrer Wirkung bereits ein bis zwei Zinsschritte der FED ersetzt haben.

Die „Financial Conditions“ sind aber weltweit durchaus unterschiedlich: In Japan und besonders in der Eurozone sind sie günstiger als in den USA oder gar in den Schwellenländern. Die Anleiherenditen sind nicht nur um einiges niedriger, sondern das europäische Quantitative Easing dauert auch noch mindestens ein Jahr und kann bei Bedarf sogar ausgeweitet werden, während sich in den USA die Konjunktur schon deutlich abschwächen müsste, um die FED zu einem weiteren Anleihekaufprogramm zu bewegen.

### Keine weitere Bewertungsausdehnung

In dem beschriebenen Umfeld ist eine weitere Bewertungsausdehnung in den USA unrealistisch. Die Aktienkurse werden zukünftig wohl nur im Gleichschritt mit den Unternehmensgewinnen ansteigen. Zwar haben sich diese seit dem Tief 2009 mehr als verdoppelt und damit wesentlich dynamischer entwickelt als in Europa. Aktuell stagnieren sie jedoch und eine Margenausdehnung ist angesichts des hohen Niveaus von knapp 13% (das historische Hoch der operativen Marge lag bei 14%) kaum vorstellbar.

Die Gewinne in der Eurozone beheimateter Unternehmen haben sich nur bis 2010 erholt und verharren seither auf diesem Niveau, was in erster Linie auf die prekäre Situation in Südeuropa zurückzuführen ist. Zum ersten Mal seit der Finanzkrise werden die Gewinn-

steigerungen in der Eurozone in diesem und dem nächsten Jahr aber über denen amerikanischer Unternehmen liegen. Neben dem schwächeren Euro ist hierfür auch das im Vergleich zu den USA deutlich größere Potential zur Ausweitung der operativen Gewinnmarge gegeben. Diese liegt nach wie vor etwa 40% unter dem Niveau von vor der Finanzkrise, zieht aber seit letztem Jahr wieder an. Europäische Aktien sind daher im Vergleich zu amerikanischen die bessere Wahl.

### Europäische Aktien mit Potential...

Aber auch aus absoluter Sicht besteht für europäische Aktien Erholungspotenzial. Mit Hilfe eines Dividendendiskontierungsmodells kann man ausrechnen, welches Gewinnwachstum in den aktuellen Aktienkursen eskomptiert ist. **Bei einem Stand des Eurostoxx 50 von 3.200 Punkten wird ein Gewinnrückgang für das laufende Jahr von über 10% eingepreist.**

Selbst angesichts der wirtschaftlichen Abschwächung in den Schwellenländern und der erwähnten Abhängigkeit europäischer Unternehmen ist diese Größenordnung unseres Erachtens viel zu pessimistisch. Zwar sind die Schätzungen vieler Banken für das Gewinnwachstum europäischer Unternehmen in diesem Jahr in den letzten Wochen mehr oder weniger deutlich (zum Teil bis auf 0%) gesenkt worden.

Ein Gewinnrückgang in der Größenordnung von 10% oder mehr ist aber nur vorstellbar, wenn eine Schwellenländerkrise im Ausmaß von 1998 auch eine Rezession in den USA und Europa herbeiführt. Ein Szenario, das wir für unrealistisch halten. Für eine nachhaltige Erholung der Aktienkurse muss sich allerdings erst die Situation in China stabilisieren. Zum einen der Aktienmarkt und zum anderen der Abfluss von Währungsreserven.

### ...aber die Initialzündung muss aus China kommen

Als im Juli verstärkt die Diskussion um eine Konjunkturabschwächung aufflammte, kamen zuerst nur Aktien mit starkem China-Fokus, v.a. aus dem Rohstoff-, Automobil- und Maschinenbausektor, unter Druck. Erst im August schwappte die Welle auch auf den Rest des Aktienmarktes über, wobei nicht mehr nach dem „Exposure“ zu den Schwellenländern unterschieden wurde. Die Korrelation zwischen Aktien aus den Industrieländern und aus China ist sprunghaft angestiegen (vgl. Grafik 3).

Zwar könnte sich allmählich eine realistischere Sicht auf China einstellen: Die wirtschaftlichen Auswirkungen

auf die Industrieländer sind, wie bereits erwähnt, begrenzt. Damit sollte der Gleichlauf der Aktienmärkte wieder abnehmen, was sich bereits in den letzten Tagen angedeutet hat. Trotzdem wäre eine Stabilisierung des chinesischen Aktienmarktes sicher hilfreich.

Grafik 3: Ungewöhnlicher Gleichlauf zwischen Aktien aus China und den Industrieländern am aktuellen Rand



Die Chancen hierfür stehen gar nicht schlecht: Die chinesische Führung will die „Lufthoheit“ über den Aktienmarkt zurückgewinnen und könnte entsprechende Stabilisierungsmaßnahmen einleiten.

Im Prinzip stehen ihr hierfür Mittel in unbegrenzter Höhe zur Verfügung, da es sich um eine binnenwirtschaftliche Angelegenheit handelt, für die im Gegensatz zu Devisenmarktinterventionen keine Währungsreserven eingesetzt werden müssen.

Der zweite, noch mächtigere „Trigger“ für eine Kurs-erholung in Europa und den USA ist eine Stabilisierung bei den chinesischen Währungsreserven. Im August sind diese trotz des Leistungsbilanzüberschusses um etwa \$100 Mrd. zurückgegangen.

Wenn diese Zahl im September wieder unterschritten wird, ist dies ein Hinweis, dass die Kapitalflucht in erster Linie ausländischen Investoren zuzuschreiben ist, die chinesische Assets verkauft haben, aber weniger chinesischen Anlegern, die versuchen, ihr Kapital ins Ausland zu bringen.

Dies ist ein Phänomen, das man vor allem aus den diversen Krisen in Lateinamerika kennt. Wäre dies

auch in China der Fall, was wir aktuell für nicht sehr wahrscheinlich halten, müssten wir auf eine Kurserholung an den Börsen der Industrieländer noch länger warten.

**Fazit**

Fundamental gibt es insgesamt gute Gründe, europäische Aktien zu kaufen. Sie sind nach dem Kursverfall von über 20% heute eher billig und die Aussichten für die europäische Wirtschaft sind nicht schlecht. Derzeit konzentrieren sich die Börsen aber mehr auf die sich selbst verstärkende Abwärtsspirale bei den Rohstoffwerten, den Niedergang des deutschen Dieselfahrzeugs und den technischen Verkaufsdruck, dem immer mehr Marktteilnehmer ausgesetzt sind. Und so lange das so ist, bleiben die Börsen ein unruhiger Ort.

Dr. Ernst Konrad

Tel.: +49-89-255 466-0

---

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg .