
Allgemeiner Marktkommentar

München, 17.04.2009

Markttechnisch weiterer Anstieg am "Wall of Worry" - Tendenzwende bleibt unwahrscheinlich

Weiterhin steht die wichtige Frage im Raum, ob die weltweit wirksamen **deflationären Entschuldungskräfte** in diesem Jahr stärker sein werden oder die **fiskalpolitischen** und **monetären Ankurbelungen**. Daran wird sich auch entscheiden, ob die gegenwärtige Börsenerholung der vergangenen fünf Wochen der Beginn einer Tendenzwende sein kann oder nicht. Vorläufig spricht die **Markttechnik** dafür, daß die **Aufwärtsbewegung** - auch wenn sie sich als eine Bear-Market-Rally entpuppt - **noch nicht zu Ende** ist: Der Pessimismus ist nach wie vor relativ hoch und die Barreserven sind auf dem höchsten Niveau aller Zeiten. Die **US-amerikanischen Geldmarktfonds** haben nach wie vor immense Bestände von über 3.800 Mrd. \$, wobei diese - praktisch unverzinslichen - Vermögenswerte traditionsgemäß bei anziehenden Börsenkursen zumindest teilweise in Dividendentitel getauscht werden.

Zuletzt haben die **Amerikaner wieder verstärkt** in **Schwellenländer-Fonds** investiert. In den beiden letzten Wochen zusammen z.B. schon wieder 3,4 Mrd. \$ netto (nach Abflüssen gerechnet). Die **vergangenen sieben Wochen** brachten damit **erstmalig wieder Zuflüsse**. Neben den Geldmarktfonds liegen weitere ca. **4000 Mrd. \$** auf **Geldmarktkonten** und **Sparguthaben**, die ebenfalls praktisch keine Zinsen bringen und teilweise in Aktien umgeschichtet werden können. Nach der Halbierung des amerikanischen Aktienmarktes seit dem Hoch 2007 beträgt die **Gesamtkapitalisierung aller amerikanischen Aktien nur noch ca. 8.000 Mrd. \$**. Aufgrund dieser simplen Angebots/Nachfragerechnung könnten die Notierungen weiter anziehen. Der **Hauptnachfragemotor** der vergangenen Jahre wird allerdings dabei **immer schwächer**. Die **Aktienrückkäufe** der US-Unternehmen lagen im 4. Quartal 2008 nur noch bei einer **Jahresrate von gut 180 Mrd. \$** - ein Rückgang um mehr als zwei Drittel gegen Vorjahr. Allerdings ist das Volumen der **Kapitalerhöhungen** und **Neuemissionen noch mehr geschrumpft**. In absoluten Zahlen wirkt sich der Rückgang der Aktienrückkäufe allerdings wesentlich stärker aus, als die kleinere Summe der Kapitalerhöhungen und Neuemissionen.

Die Aktienrückkäufe waren mit Jahressummen zwischen 600 und 700 Mrd. \$ in den letzten Jahren (in ihrer Summe ein weit höherer Betrag als die Summe der Dividendenausschüttungen) der Hauptnachfragemotor für Wall Street. Schon allein aus diesem Blickwinkel ist eine Rückkehr zu halbwegs normalen Zeiten (wie vor 2007) in Wall Street nicht zu erwarten. Die **Aktienrückkäufe** waren **ausschließlich fremdkapital-finanziert** (jetzt geben die Banken keine oder weniger Kredite zu diesem Zweck) und auch die **Dividenden** waren häufig fremdfinanziert. Entsprechend wurden die Dividendenzahlungen in diesem Jahr mehr gekürzt als zu jedem anderen Zeitpunkt seit 1938.

In Europa liegen die Dinge **ähnlich schlecht** wie in den USA. Ein Paradebeispiel ist der jüngste **Philips**-Bericht. Die Aktienrückkäufe wurden schon vor mehreren Wochen eingestellt. Die Gesellschaft mußte einen **Verlust** ausweisen und sogar im Haupthoffnungsbereich des Unternehmens (Medizintechnik) gingen die Umsätze leicht zurück und die **Auftragseingänge** fielen um 17% (**die amerikanischen Kliniken sparen**, was deutlich macht, wie wenig das amerikanische Stimulierungsprogramm bisher wirkt). Auch Philips mußte die **Dividende deutlich kürzen**. Philips ist auch ein gutes Beispiel dafür, daß das viel herumgereichte Argument, europäische Aktien hätten inzwischen sehr niedrige **Kurs/Gewinn-Verhältnisse** genauso wenig stimmt, wie in den USA (obwohl europäische Aktien weiterhin deutlich preiswerter, bezogen auf Gewinn- und Buchwert, als US-Titel sind). Die Philips-PE für das laufende Jahr beträgt ca. 19. Das ist alles andere als günstig.

Bei der Beurteilung, **ob eine Tendenzwende** an den Aktienmärkten bevorsteht, konzentrieren sich die meisten Marktteilnehmer auf die Frage, **ob sich die Konjunktur schon wieder verbessert**. Dabei wird übersehen, daß die beobachteten Indikatoren von der Arbeitslosigkeit bis hin zu den US-Konsumentenausgaben oder neuen Hausbaubeginnen allesamt **Spätindikatoren** sind, die in der Regel erst ca. 9 Monate **nach** der Börse drehen. Im allgemeinen nehmen dagegen die **monetären** Indikatoren eine Börsenwende nach oben **ca. sechs Monate voraus** und die Realwirtschaft (also jene Wirtschaftszahlen, auf die die Börse heute primär in den USA achtet) bessern sich erst nach **neun bis zwölf Monaten**. Bei der letzten Börsenwende gaben die monetären Indikatoren bereits 2001 grünes Licht und die Börse drehte im Oktober 2002 in den USA und im März bzw. April 2003 in Deutschland und Japan.

Diesmal dürfte es wahrscheinlich **noch länger dauern**, da die monetäre Konjunkturstimulierung - "dank" Greenspan - weitgehend wirkungslos geworden ist. In schlechten Wirtschaftszeiten funktioniert die monetäre Ankurbelung nur wenig oder gar nicht - **siehe Japan** in den Jahren ab 1990. Mit Hinweis auf Japan hatte die Finanzwoche - wohl wieder einmal weltweit zuerst - schon vor Jahren darauf hingewiesen, daß das sogenannte **"FED-Modell"**, nach dem Greenspan die Börse voraussagen wollte (nach dem Motto: niedrigere Zinsen = höhere Aktienkurse), **nicht mehr funktionieren** würde. Neben der früh richtig gegebenen Prognose über eine **dauerhafte** US-Konjunkturabschwächung war dies seit längerer Zeit ein "roter Faden" der Finanzwoche. **Falsch** war allerdings die Idee, daß sich **Europa** teilweise und **Asien** weitgehend von der US-Entwicklung **abkoppeln** könnten. Hintergrund sind die katastrophalen **Managementfehler europäischer Banken**, die einerseits einen viel zu aggressiven Kredithebel implantierten und andererseits - wie üblich in Deutschland - in blinder US-Gläubigkeit, viel zu viele faule US-Anleihen kauften. Das Ausmaß dieser Managementfehler (bzw. der Höhe der "toxischen" Anleihen) dürfte noch nicht einmal heute ganz bekannt sein. Prognosen waren hier also kaum möglich.

In Sachen **Abkoppelung Asiens** hat dies wenigstens **teilweise funktioniert**. In China sind die Meldungen über die Ausdehnung der Bankenkredite (in den ersten beiden Monaten dieses Jahres schon so viel vergeben, wie im halben Jahr 2008) und Auftragseingänge im Konsumbereich eindeutig positiv. Die Abschwächungen im Export sind zwar drastisch, scheinen sich aber etwas zu vermindern. Immerhin ist in China die Exportquote um ca. 10%-Punkte der gesamten Wirtschaftsleistung niedriger als in Deutschland (35% gegenüber 45%), so daß Deutschland gegenwärtig vergleichsweise stärker leidet als die asiatischen Exportnationen. Seit der Euroeinführung hat sich die **deutsche Exportquote fast verdoppelt**, was - wie man heute sieht - aufgrund der inzwischen sehr einseitigen Produktionsstruktur kein Segen war. Die ohnehin **lahmende Binnenkonjunktur** wurde zudem noch durch die (an dieser Stelle von vornherein kritisierte) **Mehrwertsteuererhöhung außerordentlich belastet**. Das damals verfolgte Ziel des Haushaltsausgleichs interessiert heute ohnehin niemanden mehr.

Im Hinblick auf die **europäische Konjunkturpolitik** ist eine **Abkopplung** inzwischen **unrealistisch** geworden. China dagegen kann aufgrund seiner niedrigen Verschuldung (zuletzt sogar Budget-Überschuß) wesentlich stärker ankurbeln, siehe Chart, Mindestreservesätze seit 2002.

Durch den **Besitz von zwei Dritteln der Weltwährungsreserven** kann man sich günstig Rohstoffquellen sichern. Gelingt China die **Substitution von Exportnachfrage durch Binnennachfrage** (letzte Konjunkturindikatoren deuten zumindest **teilweise** darauf hin), wäre ein gigantisches Experiment geglückt. China ist jedenfalls die einzige Börse, die heute weltweit höher steht als zum Tag des Lehman-Konkurses.

Die einzige Volkswirtschaft, die sich bisher erfolgreich abkoppeln konnte war **China. China und Hongkong** dürften neben **Brasilien** wahrscheinlich weiterhin die interessantesten Börsenplätze bleiben. **Geringe oder fehlende Verschuldung bei Staat und Konsumenten** sowie deutliches **Zinssenkungspotential** (vor allen Dingen in Brasilien) bieten wesentlich bessere Voraussetzungen für eine relativ günstige Entwicklung der Unternehmensgewinne als in den USA oder Europa. Dort bildet fehlende Zinssenkungsmöglichkeit genauso wie in Japan zusammen mit der hohen Verschuldung eine Konjunkturbremse, die immer noch weit unterschätzt wird.

Trotz der beträchtlichen mittelfristigen Konjunktur- (und Gewinn-) Risiken dürften die **Aktienkurse kurzfristig in den nächsten Wochen weiter aufwärts tendieren**. Im Hinblick auf **extrem hohe Barreserven und die niedrigsten Zinsen der vergangenen 100 Jahre** (in Großbritannien sogar so niedrig wie noch nie seit dem 17. Jahrhundert!) wächst der Risikoappetit der Anleger. Trotz anhaltend schlechter Fundamentaldaten steigen die Kurse aufwärts an einer Mauer der Angst (der so genannten amerikanischen "**Wall of Worry**"). Der Herausgeber der Finanzwoche erinnert sich noch bestens daran, wie **nach den Börsentiefs in den Sechziger und Siebziger Jahren Arbeitslosenquoten und Aktienkurse um die Wette stiegen**. Auch bei der letzten Börsenwende stieg das Lohnsteueraufkommen erst zwei Jahre nach der Börsenwende wieder an. Schlechte (oder gute) Konjunkturnachrichten sind also keineswegs börsenbestimmend, da die Börse einerseits erheblich um ihren mittel- und längerfristigen Trend schwankt, andererseits Konjunkturlagen bis zu einem Jahr vorausnimmt.

Generell dürften (trotz der heutigen Niedrigzinspolitik) die **monetären Daten** immer noch (neben den **Auftragseingängen**) die besten Frühindikatoren für die Börse sein. In den USA (und Europa sowie Asien) **steigen zwar die Geldmengen deutlich, die Kredite gehen aber in den USA und Europa zurück**. Die restriktive **Haltung der US-Banken bei der Kreditgewährung** befindet sich nach wie vor in der Nähe von Rekordniveaus. Nach historischer Erfahrung, müssen sich diese Sätze mindestens dritteln (auf ca. nur 20% Banken mit restriktiver Kreditvergabe), bevor die Kreditpolitik wieder expansiv wirkt und damit positiv für Börse und Konjunktur sein wird. **So lange die Banken nicht mehr ausleihen**, bzw. die Wirtschaftsobjekte auch wirklich mehr Kapital nachfragen (Konsumenten sparen, Unternehmen kürzen Investitionen) **fehlen die monetären Voraussetzungen für eine Tendenzwende** an den Börsen nach oben. Kurzfristig zwingen die hohen Barreserven bzw. die Markttechnik aber besonders die professionellen Anleger zumindest einen Teil der flüssigen Mittel am Aktienmarkt zu investieren. Da auch die **Risikoaufschläge** bei der Versicherung von Unternehmenskrediten bzw. Anleihen **fallen** führt die erhöhte Risikoneigung zu vermehrten Aktienkäufen. Auch **Unternehmensanleihen** sind nach wie vor gefragt. Die jüngst **in US-Dollar begebene Anleihe von Anglo-American** stieg z.B. sofort nach der Emission von 100% auf über 103,5% bei einem Coupon von 9,375% und einer Laufzeit von 2014.

Wie eingangs aufgezeigt, dürfte es höchstwahrscheinlich so sein, daß sich - für mehrere Jahre - die **negativen, wirtschaftsdämpfenden Entschuldungseffekte** bei Privaten und Unternehmen in den USA und Europa (dort speziell Osteuropa) wesentlich **stärker durchsetzen werden als die konjunkturstimulierenden Maßnahmen** und die Wirkung der **Niedrigzinsen**.

Ganz anders voraussichtlich die **Schwellenländer**, die wegen geringerer Verschuldung, höherem Bevölkerungswachstum und teilweise sehr niedriger Aktienbewertung deutlich bessere Aussichten für Börse und Konjunktur haben. Die Aktienmärkte der Schwellenländer tendieren jedenfalls **im Verhältnis** zu den Industrieländern bereits seit Monaten **deutlich**

besser. An diesem Trend dürfte sich auf absehbare Zeit nichts ändern. Lediglich die osteuropäischen Schwellenländer dürften unter der hohen Verschuldung in Hartwährungen im Konsumbereich und unter den Kapitalabzügen leiden. **Rußland** konnte sich lange wegen der hohen Energiepreise von diesem Trend abkoppeln. Inzwischen trifft es Rußland aber doppelt hart: Einerseits belasten die dramatisch gesunkenen **Energiepreise**, andererseits die **massiv steigenden Zinssätze**. Die Zinssätze für Konsumentenkredite (von Autos bis zu Häusern) in Rußland bewegen sich derzeit zwischen 22 und 35%, Tendenz steigend. Nach 60% Zuwachs der Kreditgewährung vor einem Jahr ist der Kreditmarkt praktisch zusammengebrochen. Was manche in China an politischer Instabilität schon seit langem erwarten (und was nicht eingetreten ist) ist für Rußland nicht ganz auszuschließen. Während die Notenbanken überall monetär Vollgas geben, wird in Rußland aus Kapitalmangel notgedrungen gebremst.

Impressum

Der Allgemeine Marktkommentar ist kostenlos und erscheint einmal wöchentlich elektronisch. Der Inhalt (inkl. aller Zahlenangaben) ist ohne Gewähr. Kein Teil des Allgemeinen Marktkommentars darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden.