

Aktien: Geht's auch ohne QE?

Description

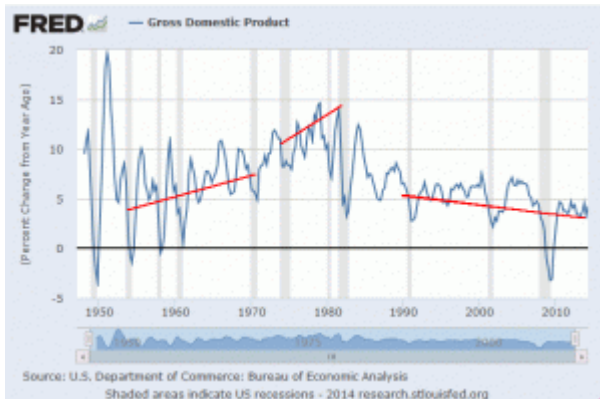
Die Fed hat ihre QE-Maßnahmen eingestellt. Fortan fließt hierüber kein frisches Geld mehr in das Finanzsystem. Bisher war der Aktienmarkt eng korreliert mit der Verlängerung der Fed-Bilanz. Bleibt dieser Zusammenhang nun erhalten, so müssten die Aktienkurse seitwärts laufen. Mancher Beobachter erhofft aber schon für die FOMC-Sitzung in dieser Woche, dass die Fed mit ihrem Kurs fortfährt, Geld in den Markt zu pumpen.

Wie eng Fed-Bilanz und Aktienkurse zusammenhängen, zeigt der folgende Chart sehr schön. [Tom McClellan hat ihn einmal als „the only chart that matters“ bezeichnet.](#)

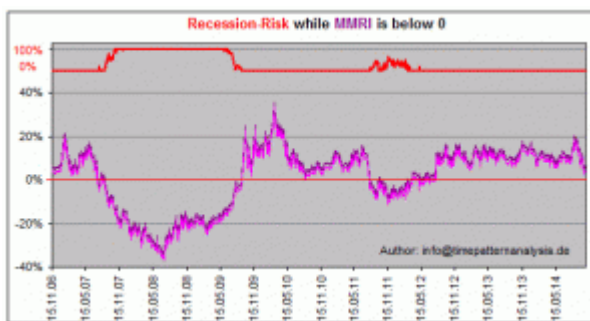


Ist der Aktienmarkt nun in der Lage, sich auch ohne Fed-Unterstützung weiter nach oben schrauben? Die zwei wichtigsten externen Faktoren, die die Aktienkurse bestimmen, sind Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinne; beide hängen naturgemäß zusammen, wenn auch mit einigem zeitlichen Schlupf.

Nimmt man sich das Wirtschaftswachstum vor, so zeigt ein Blick auf die nominale Wachstumsrate des BIP ein einigermaßen trübes Bild, wie auch schon [hier gezeigt](#). Der Wachstumszyklus des globalen BIP hatte 2003/2004 sein Maximum. Betrachtet man die entwickelten Volkswirtschaften alleine, so liegt deren Wachstumsspitze noch einige Jahre früher. Ich habe im folgenden Chart des Verlaufs der Wachstumsrate des US-BIP die jeweiligen Eintrittspunkte in die Rezession durch rote Linien verbunden. Zu Beginn der jüngsten Rezession lag der Punkt bei knapp 4%. Extrapoliert man die Linie, die für die jüngsten drei Rezessionen relevant ist, so liegt die Schwelle aktuell bei etwa 3,3%. Die gegenwärtige Wachstumsrate liegt mit 4,3% darüber. Ausruhen sollte man sich darauf nicht, denn der Wachstumstrend weist nicht nach oben. Neue Erkenntnisse gibt es am Donnerstag, wenn die erste US-BIP-Schätzung für Q3 veröffentlicht wird.



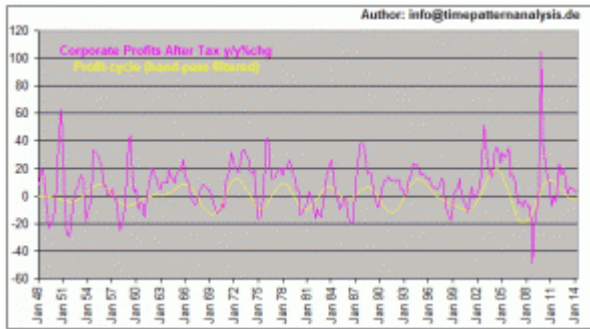
Der von mir etwas modifizierte [Macro-Markets Risk Index](#) weist mit seinem kurzfristigen Verlauf klar Richtung Rezessionswahrscheinlichkeiten von größer Null. Noch ist das nur eine Bewegung mit ähnlicher Ausprägung wie von Mitte Juni 2007 oder Anfang Juli 2011 an, die Wahrscheinlichkeit einer Rezession ist bisher Null. Der Index hat in der Vergangenheit durchaus zuverlässige Ergebnisse produziert, so hat er parallel zum Aktientopp 2007 im Oktober eine schnell steigende Eintrittswahrscheinlichkeit für eine Rezession angezeigt. Auch ab August 2011 warnte er vor einem solchen Szenario, jedoch erreichte die Wahrscheinlichkeit lediglich gut 50%.



Dieser Index harmoniert damit in seiner Aussage mit dem obigen Blick auf das BIP-Wachstum: Eine Rezession steht zwar nicht unmittelbar vor der Tür, aber die Entwicklung tendiert momentan dahin. Auch eine dritte Auswertung, die der statistischen Verteilung bestimmter Merkmale der Zinslandschaft (hier nicht gezeigt), unterstützt diese Sicht. Es muss aber nochmals betont werden: Eine Entwicklung in Richtung eines Ziels bedeutet nicht zwingend, dass sie auch am Ziel ankommt. Allerdings spricht hier die Zeit für den nicht mehr allzu fern liegenden Eintritt in eine Rezession. Schließlich ist die durchschnittliche Länge eines Konjunkturzyklus mit sechs Jahren (72 Monaten) (nahezu) erreicht und die Politik des billigen Geldes der Zentralbanken hat wenig an den strukturellen Problemen ändern können, sondern lediglich zur Inflation von Asset-Preisen geführt.

Und genau hier ist die Frage, ob sich die Asset-Preise, etwa Aktien-Kurse, auf dem erreichten luftigen Niveau werden halten können, wenn sich die Rezessionszeichen verdichten.

Das führt mich zum zweiten wichtigen Faktor für die Aktienkursentwicklung. Was den Verlauf der Unternehmensgewinne angeht, so lagen sie im zweiten Quartal bei 4,6% Zuwachs gegenüber dem Vorjahr. Der zyklische Trend weist nach unten (siehe Chart!). Wie der Chart auch deutlich macht, sind sinkende oder sogar negative Zuwachsraten beim (volkswirtschaftlichen) Unternehmensgewinn für Aktionäre aber noch lange kein Grund, sich von Aktien zu verabschieden. So kontrahierten etwa lange vor 2000 bereits die Unternehmensgewinne, gleichzeitig wurde aber die Tech-Blase kräftig aufgeblasen, das [Kurs-Gewinn-Verhältnis nach Shiller](#) stieg auf fast 45.



Für die Akteure am Aktienmarkt kommt es auf eine andere Art Unternehmensgewinn an, den Gewinn je Aktie. Gegenüber einer Gewinnsteigerung aus volkswirtschaftlicher Sicht von 4,6% erwarten sie ein Gewinnplus von 6,7% im Vergleich zum Vorjahr, beim Umsatz sollen es +3,6% werden. Ein wichtiger Teil dieses Unterschieds wird so erklärt: Aktiengesellschaften setzen in steigendem Umfang ihre Cash-Bestände zum Rückkauf eigener Aktien ein. Dadurch reduziert sich die Anzahl umlaufender Aktien, der Gewinn pro Aktie steigt, das Kurs-Gewinn-Verhältnis sinkt. Und das gefällt den Aktionären: Da die Bewertung der Aktie sinkt, wird dem Kurs Spielraum nach oben zugetraut, was neue Käufer anlockt. Nach JP Morgan kam seit 2011 rund die Hälfte der Gewinn-Steigerungen (je Aktie) durch Aktienrückkäufe zustande. Diese Entwicklung soll sich zuletzt sogar noch beschleunigt haben.

Eine solide Unternehmensentwicklung sieht jedoch anders aus, es steht schließlich keine operative Leistung, kein organisches Wachstum, hinter dieser Entwicklung, sondern eine Manipulation der umlaufenden Aktien. In einem reifer werdenden Bull-Run will man davon jedoch immer weniger wissen, entscheidender werden interne Faktoren, wie z.B. der [Herdentrieb](#). Daher spielt dann die Entwicklung des volkswirtschaftlichen Unternehmensgewinns eine immer geringere Rolle – bis der Widerspruch zwischen "Qualität" des Gewinns (Makro-Sicht) auf der einen und seiner Manipulation, bzw. dem irrationalen Überschwang, auf der anderen Seite (Investorensicht) zu groß wird.

Genau das lässt sich wiederum gut am Verlauf des Gewinnzyklus ablesen: Wenn der schließlich ein lokales Minimum ausbildet, scheint für die großen Akteure die Zeit gekommen, sich zurückziehen. So war es z.B. auch Ende 2007/Anfang 2008, als Aktien ein Topp bildeten und der Gewinnzyklus einen Boden formte. Berücksichtigen Sie dabei bitte, dass die quartalsweise zur Verfügung stehenden Zahlen nur ein grobes Zeitraster liefern!

Die Gewinnerwartungen wurden in der laufenden Quartalssaison (es haben die Hälfte der S&P 500 Firmen berichtet) von über 73% der Unternehmen geschlagen, die historische „Beat-Rate“ liegt bei 63%. Da sollte doch noch etwas gehen, [sagt sich da der geneigte Aktionär...](#)

Nachtrag:

(31.10.14) Das US-BIP ist im dritten Quartal um 3,5% angestiegen, das ist gut ein Prozent unter dem Wert des Vorquartals. Erwartet wurde ein Anstieg um 3%. Die Stütze für die Entwicklung kam vom Import, der 0,29% zum Ergebnis beitrug, und von den Staatsausgaben, die 0,83% Beitrag leisteten. Die Ergebnisse im einzelnen [hier](#).

Über Nacht kam die [überraschende Entscheidung der Bank of Japan](#), ihre ETF-Käufe auszuweiten und die QE-Maßnahmen auszudehnen, um die Inflation anzuheizen.

Beides beflügelte die Aktienbullen – don't fight the Zentralbanken...