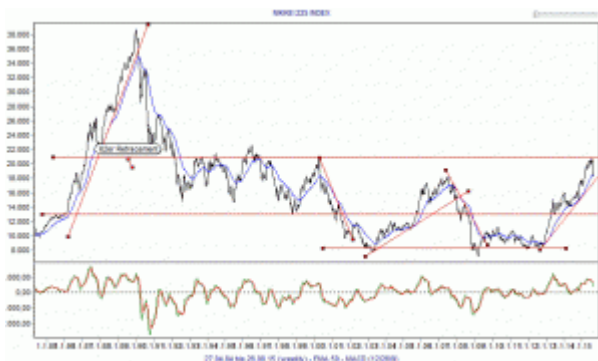


## China heute wie Japan 1990?

### Description

Im aktuellen Crash der chinesischen Aktien offenbaren sich interessante Parallelen zu japanischen Aktien vor rund 25 Jahren. 1990 stürzte der Nikkei von seinem Allzeithoch bei 39000 ab, anschließend respektierte der Index das 62er Retracement des vorherigen Anstiegs bei rund 21000 immerhin bis Anfang 1992.



Das 62er Retracement konnte der Nikkei 1996 nur kurzzeitig wieder überwinden, startete 1998 im dotcom-Wahn einen neuen Anlauf und scheiterte 2000 daran erneut. Von 8300 im Herbst 2012 aus kommend konnte der Nikkei diesen Pegel, angetrieben durch den [Abenomics-Irrsinn](#) der zurückliegenden Jahre, auch wieder nur touchieren. Zwischenzeitlich tauchte der Index unter 18000 ab. So viel zur Bedeutung solcher Retracements.

Der **wirtschaftliche Hintergrund zum Höhenflug des Nikkei** bis 1990: Seit Anfang der 1980er Jahre hatte der Dollar stetig aufgewertet. Die restriktive US-Geldpolitik, das hohe US-Haushaltsdefizit und die erhöhte staatliche Nachfrage nach Krediten ließen die Zinsen in den USA deutlich ansteigen. Die ausländische Nachfrage nach Dollar nahm deutlich zu. Japan verhinderte im Interesse der heimischen Exportindustrie hauptsächlich durch Kauf von US-Treasurys die Aufwertung des Yen gegen Dollar und baute seine Währungsreserven aus. Den anhaltenden japanischen Leistungsbilanzüberschüssen stand ein immer größer werdendes Handelsbilanzdefizit der USA gegenüber. 1985 einigten sich Frankreich, Bundesrepublik Deutschland, Japan, USA und Großbritannien im Plaza-Abkommen darauf, durch Eingriffe auf den internationalen Währungsmärkten den Dollar gegenüber Yen und Deutscher Mark zu schwächen. In den nächsten beiden Jahren halbierte sich der Dollarkurs, Yen und Deutsche Mark werteten auf. 1987 hielten die beteiligten Regierungen ihr Ziel für erreicht und beschlossen im Louvre-Abkommen, die

Wechselkurse auf dem erreichten Niveau zu stützen.

Die japanischen Währungsmanipulationen werden als eine wesentliche Ursache für die japanische Wirtschaftsblase der 1980er Jahre gesehen. Dabei legte der durch den gedrückten Yen beflügelte Export-Boom den Grundstein, dann floss in Erwartung einer Yen-Aufwertung spekulatives Kapital nach Japan und heizte Aktien- und Immobilienpreise an. Auf die aus dem Plaza-Abkommen resultierende Aufwertung des Yen, bzw. die Dollarabwertung reagierten japanische Unternehmen zunächst mit Preissenkungen.

[Schließlich kam es in Japan zu einer Rezession.](#)

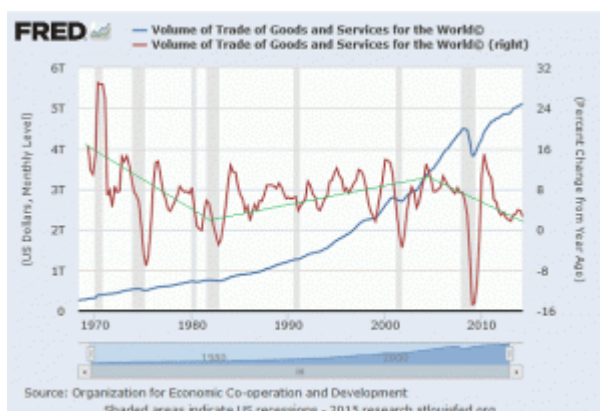
Nach Ende des japanischen Wirtschaftsbooms ging der Stab an die sogenannten **asiatischen Tigerstaaten** weiter. Schnell steigende Exporte bei gleichzeitig an den Dollar gebundenen Währungen sorgten für einen Boom u.a. in Thailand, Süd-Korea und Indonesien, sowie für starken Kapitalzustrom und billige Kredite. [1997 kollabierten die Währungen dieser Staaten](#), ausländisches Kapital wurde abgezogen. Die Werte der in Dollar notierenden Schulden explodierten in lokaler Währung. Die Zentralbanken versuchten, sich mit steigenden Zinsen gegen den Kapitalabfluss zu stemmen, aber die steigende Zinslast beschleunigte die Zahl der Pleiten dramatisch.

**Nach dem Kollaps der Tigerstaaten trat China in deren Fustapfen** und begann schließlich, eine ähnliche Währungspolitik wie Japan in den 1980er Jahren zu betreiben: Das Land hat seine Währung durch massive Anhäufung von US-Treasurys an den Dollar gekoppelt, um die Exporte anzutreiben. Die chinesische Wirtschaft profitierte stark von dem anhaltend hohen Handelsbilanzüberschuss mit den USA. Restriktionen beim Kapitalimport dürften die Konsequenzen zwar im Vergleich zur Tigerstaaten-Krise 1997 begrenzen, aber nicht verhindern.

Chinesische Aktien hat es aktuell noch härter erwischt als seinerzeit japanische – der Shanghai Composite Index hat das 62er Retracement seines Aufwärtsimpulses (Chart siehe [hier!](#)) jüngst bei 3200 gebrochen und fiel zwischenzeitlich, zweieinhalb Monate nach seinem Hochpunkt, trotz aller [operativer Eingriffe der chinesischen Allmacht](#) bis unter 3000. Japanische Aktien respektierten das ihre seinerzeit immerhin noch zwei Jahre.

Die Geschichte japanischer Aktien und die der Tigerstaaten hält eine Lehre bereit, die auch für chinesische Aktien (und nicht nur für diese) gilt: Jede Blase platzt, jede Manipulation, welcher Art auch immer, wird früher oder später korrigiert und kehrt sich in ihr Gegenteil um.

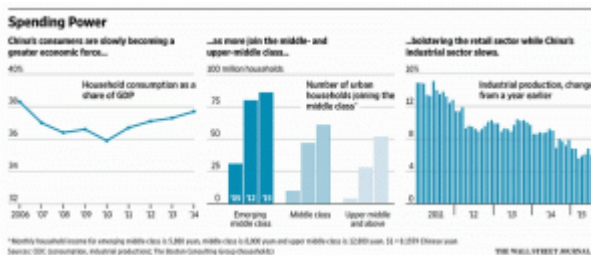
Auf der folgenden Darstellung des quartalsweisen **Welthandelsvolumens** ist nach dem Plaza-Abkommen eine nachlassende Expansion zu erkennen, ebenso im Zusammenhang mit der Krise der Tigerstaaten 1997. Das gilt auch aktuell seit Ende 2014 (rote Linie im Chart). Zudem kam es in praktisch jeder US-Rezession der zurückliegenden 50 Jahre zu einem Tempoverlust im Welthandel, in den beiden jüngsten Rezessionen 2001 und 2008 gab es sogar jeweils eine Kontraktion.



Auch wenn das Volumen des Welthandels aktuell auf hohem Niveau weiter zunimmt: Auffallend ist, dass die Zuwachsraten seit Mitte 2004 im Regressions-Trend abzunehmen scheinen (siehe grüne Linie). Das deckt sich in etwa mit dem [Bild der chinesischen Industrieproduktion](#), die in den Jahren 2004 bis 2008 die Hochs aus den frühen 1990er Jahren nicht mehr erreichte und seitdem deutlich zurückgeht.

**Viele Beobachter sehen eine starke Abschwächung des Wachstums der chinesischen Wirtschaft** kommen. Statt des offiziellen Ziels eines BIP-Anstiegs von 7% p.a. werden Zahlen herumgereicht, die bis auf lediglich +4% p.a. zurückgehen, wobei man sich dabei häufig [auf den sogenannten Li-Kiang-Index stützt](#). Gelegentlich wird unter Hinweis auf die kollabierenden chinesischen Importwerte bei Rohstoffen sogar noch Schlimmeres vorhergesehen. Tatsächlich schlagen hier aber die fallenden Rohstoffpreise durch. Z.B. liegt die importierte Rohölmenge in 2015 etwa 10% höher als im Vergleichszeitraum des Vorjahres, auch bei Eisenerz steigt die eingeführte Menge weiter an.

Chinas Wirtschaft wurde bisher durch Exporte und Infrastrukturprojekte angetrieben. Diese Faktoren schwächen sich nachhaltig ab, auch weil die Regierung umsteuert hin zur Stärkung des innerchinesischen Konsums. Während die Industrieproduktion insgesamt seit Jahren weniger wächst, steigt der Anteil des privaten Konsums am BIP seit 2010 an ([Chartquelle](#)). Die Entwicklung verläuft aber so langsam, dass sie die anderen Effekte nicht kompensieren kann.



Nach vielen Jahren starken Wachstums ist es unausweichlich, dass sich die wirtschaftliche Expansion in China abschwächt. Die große Frage ist, was in diesem Zusammenhang "Normalisierung" bedeutet. Der Einbruch chinesischer Aktien wird in dieser Hinsicht als Indiz für eine "unnormale" Entwicklung und v.a. auch als mögliches Indiz für eine insgesamt schwache Entwicklung der Weltwirtschaft genommen.

Der IWF hat unter Verweis auf die Konjunkturschwäche in den USA vor kurzem seinen weltweiten Wachstumsausblick für 2015 um 0,2% auf 3,3% zurückgenommen. Sollte das Wachstum in China tatsächlich auf nur noch 4% p.a. zurückgehen, würde das Wachstum der Weltwirtschaft um gut 0,4% auf dann unter 3% gedrückt. Nach allgemeinem Verständnis würde das eine Rezession der Weltwirtschaft bedeuten.

Die japanische Wirtschaft spielte für die Weltwirtschaft bis 1990 eine ähnliche Rolle wie die Chinas heutiger Tage. Der S&P 500 wurde vom Absturz des Nikkei 1990 um 13,5% in die Tiefe gezogen, im Oktober 1997 drückte ihn die Asienkrise aber nur um 3,5%. Heute wirkt sich der Kollaps chinesischer Aktien beim S&P 500 mit zuletzt mehr als minus 10% wieder ähnlich aus wie 1990.

**Die US-Wirtschaft lief Mitte 1990, einige Monate nach dem Topp im Nikkei, in eine zehn Monate dauernde Rezession.** Geschieht dies aktuell wieder? Ich hatte diese Frage verschiedentlich diskutiert, u.a. [hier](#) und anhand des „Makro Market Risk Indicator“ (MMRI) [hier](#). Die Antwort war jeweils: Trotz Tempoverlust gibt es hierfür bisher noch keine belastbaren Anzeichen.

Ich möchte das Bild ergänzen durch einen Blick auf den Verlauf der Industrieproduktion, die Kapazitätsauslastung und die Wertentwicklung ausgelieferter Schwerlast-LKWs (jeweils quartalsweise in den USA). Die beiden ersten zeigen seit Ende des Vorjahres einen Rückgang, der in seinem Ausmaß noch

nicht über zyklische Veränderungen hinausgeht. Der dritte Indikator hat einen deutlichen Vorlauf gegenüber der Industrieproduktion, er zeigt aktuell eine intakte Aufwärtsentwicklung. So lange ein Rückgang hier die schwächelnde Industrieproduktion nicht bestätigt, würde ich (auch von anderen Indikatoren her) nicht davon ausgehen, dass gleich eine Rezession um die Ecke kommt. Dafür spricht auch die zweite Schätzung des US-BIP für Q2, die mit plus 3,7% deutlich besser ausfiel als die erste Schätzung (+2,3%).



**Trotzdem – die Entwicklung in China hat das Potenzial, erhebliche weitere Verwerfungen an den Finanzmärkten auszulösen.** Und sollten die nächsten Makrodaten aus China nahelegen, dass das BIP-Wachstum tatsächlich in Richtung 4% geht, dürften sich die bestehenden, erheblichen Wachstumsprobleme in der Weltwirtschaft kaum länger übersehen lassen.

Mir drängen sich von der Abfolge, nicht vom genauen Timing, her auch Vergleiche mit dem Sommer 2007 auf. Damals machte die Subprime-Krise sehr deutlich auf sich aufmerksam, der S&P500 brach um 10% ein. Danach startete er durch und markierte im Spätjahr sein damaliges Allzeithoch. Etwas später begann eine Rezession. Damals hieß der Anlass "Subprime", heute könnte er "China" heißen.

Der Einbruch der weltweiten Aktienmärkte ist momentan noch eher Konsequenz eines mit sieben Jahren überdurchschnittlich langen Bull-Runs, der zwischenzeitlich erreichten hohen Bewertungen und der Angst vor „Liquiditätsentzug“ im Gefolge des möglichen Starts eines neuen Zinszyklus der Fed. Dies macht anfällig schon für vergleichsweise geringe Erschütterungen und löst Gewinnmitnahmen bei großen Akteuren aus. So lange aber die Gefahr einer Rezession nicht wirklich greifbar wird und klar macht, dass die Chance für Gewinne im Kasino auf längere Zeit vorbei ist, ist das Ende des Bull-Markts sehr wahrscheinlich noch nicht erreicht. Wenn wohl auch nicht mehr allzu fern...

Möglicherweise werden sich die Aktienmärkte zunächst in einer Handelsspanne zurecht rütteln (S&P 500: 1870/1910 bis 1990; DAX 9800 bis 10650), weil die Sicht auf China klarer oder "eingepreist" werden muss. In diesem Zusammenhang dürfte die Ölpreisentwicklung wichtige (psychologische) Signale liefern. Das Niveau von 40 Dollar (Öl Brent) sollte unbedingt respektiert werden, 2009 war hier ein Boden gefunden worden.

In der Modellierung des US-Konjunkturzyklus zeichnet sich auch im nicht-Finanz-Sektor ein Tempoverlust ab (siehe Chart in der Mitte – violett).

