

Wenn der Bär...

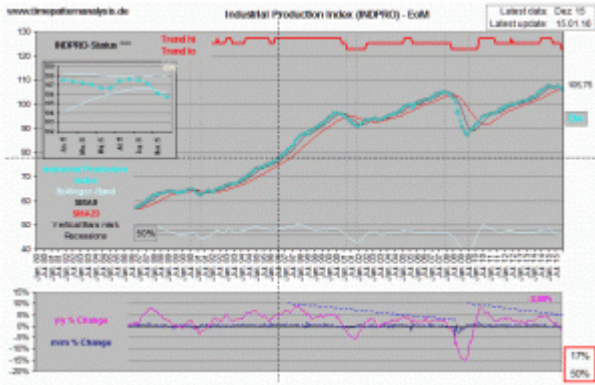
Description

Aktien haben das Jahr miserabel begonnen – bisher wurde jede Erholungsbewegung rasch wieder abverkauft. Die Stimmung ist schlecht, die Tiefs aus August und September 2015 sind nahe. Jetzt kommt es im Sinne der Bullen darauf an, dass etwa im DAX der Pegel bei 9340 hält. Dem entspricht im S&P 500 die Zone bei 1870, die am Freitag intraday unterschritten wurde. Der Index fiel im Tief unter 1860 und schloss darüber bei 1880.

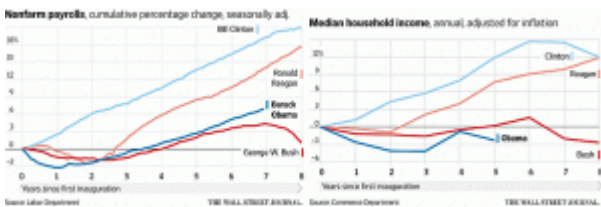
Der folgende Chart (Wochenschlusskurse – [Chartquelle](#)) zeigt seit Ende der 1990er Jahre die drei Abstürze von markanten Hochs im S&P 500. Spätestens als langfristige Aufwärtslinien gebrochen wurden, musste man jeweils von weiteren Abgaben bei Aktien ausgehen. Das war Mitte November 2000 der Fall, ebenso zur Jahreswende 2007/2008 und jetzt aktuell in dieser Woche. Ich habe die momentan wahrscheinlich relevante Abwärtslinie eingezeichnet (rot), die als Parallele zu den zwei vorherigen Linien konstruiert ist.



Schlechte Makrodaten gaben am Freitag einen zusätzlichen Anlass für weitere Verkäufe. So ist der US-Einzelhandelsumsatz im Dezember unerwartet gesunken, aufs Jahr gerechnet ergibt sich aber immerhin noch ein Plus von 2,5%. Der Produzentenpreisindex ist im Dezember leicht gesunken und die US-Industrieproduktion hat im Dezember den vierten Monat in Folge abgenommen. Im Vergleich zum Vorjahr liegt sie jetzt 2,0% tiefer.

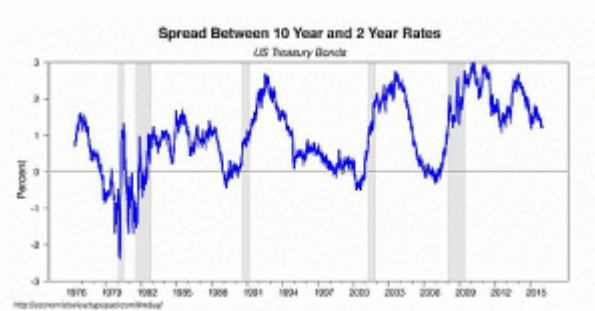


Das [Wall Street Journal](#) hat kürzlich aus Anlass von Präsident Obamas letzter „State of the Union Address“ den Zustand der Wirtschaft porträtiert und sie verglichen mit dem zu Zeiten früherer Präsidentschaften. Die Ära von Clinton sticht positiv heraus, unter Bush jun. kippte das Bild ab. Die Amtszeit von Obama startete unter schwierigsten Bedingungen. Die Entwicklung der Arbeitsplätze im non-farm-Bereich und v.a. die Entwicklung der Haushaltseinkommen offenbaren eine lediglich verhaltene Entwicklung.



Droht für die US-Wirtschaft eine Rezession? Diese Frage hatte ich mehrfach diskutiert, die Antwort war bisher immer, dass dies nicht unmittelbar bevorsteht. Wie muss die Antwort heute lauten?

Häufig wird hierzu die Zinstruktur analysiert. Der [folgende Chart](#) zeigt die Differenz zwischen zehnjährigen und zweijährigen US-Staatsanleihen. Wurde sie negativ, gab das bisher ein recht zuverlässiges, eine Reihe von Monaten vorauslaufendes Warnsignal. „Bisher“, denn in Zeiten massiver QE-Maßnahmen und Zinsen nahe Null besteht durchaus eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass diese Auswertung heute versagt.



Eine gewisse zeitlang wurde argumentiert, dass die abstürzenden Energiepreise wie ein zusätzliches Konsumstimulans wirken. Dies hat sich allerdings im Verlauf etwa der Einzelhandelsumsätze in den USA nicht niedergeschlagen, genausowenig in den „Personal Consumption Expenditures“ (PCE). Beide zeigen im längerfristigen Zeitablauf sinkende Jahreszuwächse. Mittlerweile hat sich die Sichtweise verschoben, die sinkenden Rohöl- und Rohstoffpreise gelten nun eher als Beweis für wirtschaftliche Wachstumsschwäche. Schwaches Wachstum und das erreichte hohe Schuldeniveau aber sind zusammen eine gefährliche Mixtur.

Allmählich spricht sich herum, dass die Zentralbanken mit Zinsen nahe Null nicht „automatisch“ erreichen, dass Arbeit von wenig produktiven in produktivere Verwendungen umgeleitet wird. Wie an der Belebung der Immobilienmärkte in den USA und in Europa zu sehen (sowie auch in China, wo der Sektor mittlerweile als völlig überhitzt gilt), geht das billige Geld (sofern es die Realwirtschaft überhaupt erreicht) bevorzugt in die Bauwirtschaft. Hier entstehen neue Arbeitsplätze, allerdings ist die Produktivität hier vergleichsweise gering. Der Immobiliensektor erscheint den Hypothekendarlehen vergebenden Institutionen aber als vergleichsweise sicher, die sich noch immer die Wunden nach der Finanzkrise lecken, Kredite für Industriezweige mit höherer Produktivität werden hingegen nur zögerlich vergeben, weil das Risiko gescheut wird.

Das führt dazu, dass die Produktivität der Wirtschaft insgesamt weniger stark wächst – [die BIS hat ausgerechnet, dass dies jährlich bis zu 0,25% ausmachen kann](#). Hinzu kommt: Nach einer Finanzkrise ist das Risiko über einen Zeitraum von bis zu 20 Jahren erhöht, dass frühere Misallokationen weitere Fehlleitungen von Produktionsfaktoren begünstigen. Eine lockere Geldpolitik sei dabei letztlich ein stumpfes Werkzeug, heißt es, nötig seien Strukturreformen. Die Ökonomen der BIS sehen somit in der Bewältigung von Nach-Krisen-Wehen den Schwerpunkt eher auf der Angebots- als auf der Nachfrage-Seite und widersprechen so [Summers These von der säkularen Stagnation](#).

Wahrscheinlich haben wir es aktuell mit beidem zu tun: Die Nachfrage ist schleppend wegen der hohen Verschuldung etwa der privaten Haushalte, aber auch wegen [demographischer Effekte](#). Gleichzeitig gibt es angebotsseitige Probleme, die mit hohem Verschuldungs-Niveau der Finanzwirtschaft und insgesamt mit den Nachwirkungen der Finanzkrise zu tun haben. Die Politik des billigen Geldes der Zentralbanken hatte vor allem die Nachfrage-Seite im Blick. Summers und Krugman haben denn auch stets betont, die Zentralbanken müssten alles tun, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln.

Hier zeigt sich jetzt, dass die Geldpolitik nicht besonders viel ausgerichtet hat. Gleichzeitig hatten die Zentralbanken die Angebotsseite nicht im Blick. Beides schürt Zweifel der großen Akteure daran, ob die Zentralbanken noch Herren des Geschehens sind. Diese Unsicherheit trägt zu Verkäufen von Assets bei, die weitere Verkäufe nach sich ziehen.

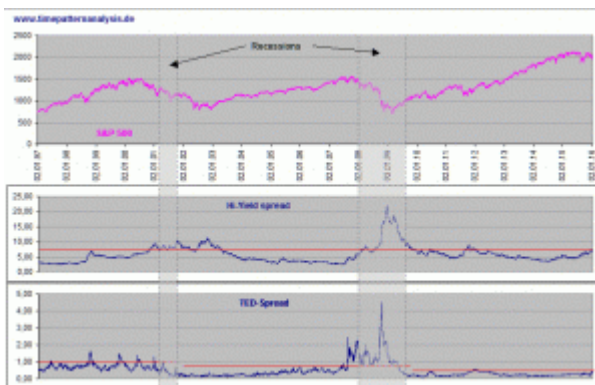
Die schleppende wirtschaftliche Entwicklung schlägt sich in sinkenden Profitmargen in den USA nieder. Sie haben in Q3/2015 im Jahresvergleich um gut 10% abgenommen. Das sei eine frühe Warnung, schreibt Colin Twiggs von [Incrediblecharts](#) (h/t!). Daten für Q4/2015 liegen noch nicht vor, aber eine Absenkung um 20% würde nahelegen, dass eine Rezession unmittelbar bevorsteht, heißt es.



Ich möchte noch auf zwei Indikatoren aus der Zins-Ecke eingehen. Der [“BofA Merrill Lynch US High Yield Master II Option-Adjusted Spread”](#) zeigt den Spread von Hi-Yield US-Anleihen zu zehnjährigen TNotes. Er

ist seit Mitte 2014 von damals 3,5% auf nun 7,57% angestiegen und hat damit die kritische Zone oberhalb von 7,0% erreicht. Aus dem Chart wird ersichtlich, dass die bei Überschreiten dieser Zone in den zurückliegenden knapp 20 Jahren im S&P 500 jeweils heftige Abwärtsreaktionen zu erwarten waren und in diesem Kontext auch Rezessionen einsetzten.

Der TED-Spread wird gebildet als Differenz zwischen dem Dreimonats-Libor und der Rendite für 13-wöchige US-TBills (IRX). Er zeigt Liquiditätsbewegungen an: Mit zunehmender Liquidität der Banken steigt das Angebot am Geldmarkt, der Spread sinkt. Umgekehrt führt ein Rückgang der Liquidität zu einem steigenden Spread; wenn Banken der weiteren Entwicklung im Bankensystem misstrauen, verkaufen sie Assets und schichten in TBills (IRX: "Parkplatz") um. Der TED-Spread wird auch von Inflationserwartungen beeinflusst – je höher sie sind, je höher liegt sein Niveau. Aktuell steht der TED-Spread bei knapp 0,5% nach einem kurzen Tief von 0,20% Anfang November. Auf dieses Niveau war der TED-Spread seit Oktober 2012 immer wieder zurückgekehrt, erst Anfang 2015 hob er sich hiervon langsam ab. Die Liquidität nimmt somit seit einiger Zeit ab. Ich würde je nach Inflation und Inflationserwartung drei kritische Pegel unterscheiden: Vor 2000 dürfte der etwa 1,0% betragen haben, vor 2008 lag er eher bei 0,7% und seit 2009 dürfte 0,5% eine kritische Grenze darstellen. Der folgende Chart zeigt die Zusammenhänge zur Entwicklung des S&P 500.



Die Lage an den Aktienmärkten ist jetzt kritisch. Der S&P 500 hat seit seinem jüngsten Allzeithoch mittlerweile fast 12% verloren. Makroindikatoren zeigen deutlichen und nachhaltigen Tempoverlust in der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA. Dies erzeugt Bremsspuren bei der Gewinnentwicklung der Unternehmen und hat Auswirkungen auf die gerade angelaufene Saison der Quartalsberichte. Wichtige Indikationen aus dem Zinsektor warnen vor abnehmender Liquidität als Treibstoff für die Assetpreis-Entwicklung und vor finanziellem Stress, der von Hi-yield-Anleihen ausgeht. Hier schlägt sich auch die prekäre Lage bei vielen Rohstoffproduzenten insbesondere im Energiesektor nieder. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession nimmt deutlich zu, was übergeordnet für weitere Abgaben bei Aktien spricht.