

apoFokus



Konjunktur und Aktienmarkt –
Zusammenhänge leicht erklärt



Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG, Düsseldorf, unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn / Frankfurt.

Die in diesem APO-Fokus enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar. Sie zielen nicht auf das individuelle Anlageprofil des Empfängers ab, sondern enthalten allgemeine Informationen, die eine selbstständige Anlageentscheidung erleichtern sollen. Mit dem APO-Fokus ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf verbunden.

Der APO-Fokus beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung / Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.

Nachdruck nur mit Genehmigung der Deutschen Apotheker- und Ärztebank eG.

Inhalt

Einleitung	4
Faktoren der Aktienkursbildung	4
Modelle für eine „faire“ Aktienmarktbeurteilung	5
Wirtschaftswachstum und Aktienmarkt	7
Zinsen und Aktienmarkt	10
Wechselkurse und Aktienmarkt	13
Weitere makroökonomische Faktoren und Aktienmarkt	16
Konjunkturzyklen und Aktienmarktzyklen	16
Zusammenfassung	17



Einleitung

Aktienkurse hängen von zahlreichen Kursbildungsfaktoren (Erklärungsvariablen) ab. Sowohl ihre Identifizierung, als auch die Bestimmung der Richtung und der Stärke der Kursbeeinflussung bleiben ein komplexes Unterfangen. Wäre dieser Zusammenhang lückenlos bekannt – wie z. B. bei physikalischen Gesetzen – hätten wir ein „perpetuum mobile“ erfunden, wären alle reich und könnten wie im Schlaraffenland leben. Da dies nicht der Realität entspricht, müssen wir uns mit der Aktienanalyse begnügen. Diese erhöht zwar die Anlagechancen, kann aber Risiken nicht völlig ausschließen.

Analysten unterteilen die Kursbildungsfaktoren am Aktienmarkt in volkswirtschaftliche, betriebswirtschaftliche und sonstige Faktoren (psychologische Einflüsse, Charttechnik u. s. w.). In dieser Studie werden nur die ersten analysiert. Dabei wird betont, dass es sich bei den getroffenen Aussagen nicht um „Gesetze“ handelt, sondern um „gewöhnliche Auswirkungen“, die mit einer gewissen Eintrittswahrscheinlichkeit vorkommen.

Klassifizierung der Kursbildungsfaktoren am Aktienmarkt

Faktoren der Aktienkursbildung

Zur Klassifizierung der makroökonomischen Faktoren können als Unterscheidungskriterien die Betrachtungsebene (fundamentaler versus nicht-fundamentaler Bereich), die Messmöglichkeiten (quantitative versus qualitative Erhebungen) und die Datenerfassung (stetige versus sporadische Ereignisse) verwendet werden. Unter Zugrundelegung dieser Kriterien lassen sich folgende Aussagen zur Kursprognose am Aktienmarkt machen:

Wichtigste Faktoren der Aktienkursbildung



- > Fundamentale Faktoren werden in makroökonomische (konjunkturelle) und mikroökonomische (betriebswirtschaftliche) unterteilt. Die ersten beeinflussen eher den Gesamtmarkt (gemessen z. B. am Stand des DAX-Index), die zweiten die Kurse der Einzelwerte.

- > Bei nicht fundamentalen Faktoren, die auch durch die Charttechnik beschrieben werden, steht die Marktstimmung im Vordergrund. Sie wirken kurzfristig und finden sowohl in der Gesamtmarkt- als auch in der Einzelwertanalyse Anwendung. Was die gute Stimmung (das „Sentiment“) einer Aktie ausmacht, lässt sich ebenso schwierig erklären, wie die Frage, warum Urlauber in einem Jahr die Türkei und in einem anderen Thailand bevorzugen. Stimmungsfaktoren werden in qualitativen Einheiten gemessen (z. B. Beschreibung der Börsenstimmung anhand von Befragungen), die als weniger „objektiv“ im Vergleich zu quantitativen Messeinheiten (z. B. in Euro gemessenen Gewinnen) gelten.
- > Aus stetigen Daten (z. B. den monatlich veröffentlichten Auftragseingängen) lassen sich zuverlässigere Ergebnisse als aus diskreten Daten prognostizieren, die oftmals „sporadisch“ anfallen. So dürften die seltenen Kapitalerhöhungen einmal den Kurs begünstigen (mögliche Interpretation während der Hausse: der Konzern braucht Mittel für erfolgreiche Akquisitionen), ein anderes Mal belasten (in der Baisse könnte der Mittelbedarf als „Eigenkapitalschwäche“ ausgelegt werden).

Fazit: Aktienkurse werden von vielen Faktoren gleichzeitig determiniert. Aufgabe der Aktienanalyse ist es, diese zu definieren sowie ihre Einflussstärke und ihre Richtung zu bestimmen. Es gibt keine allgemeingültigen „Börsengesetze“. In der Analyse kann daher nur mit Eintrittswahrscheinlichkeiten gearbeitet werden.

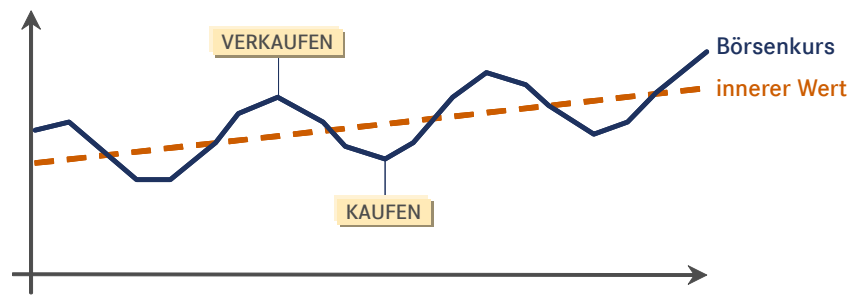
Modelle für eine „faire“ Aktienmarktbeurteilung

Wann ist der Aktienmarkt über- und wann ist er unterbewertet?

Im Mittelpunkt der Aktienanalyse steht die Bewertung des Gesamtmarktes mit Hilfe von fundamentalen Bewertungsmodellen. Diese Vorgehensweise birgt zwei Vorteile: Zum einen werden die Kursbildungsfaktoren „identifiziert“, und zum anderen kann ermittelt werden, ob die aktuelle Marktbeurteilung der „fairen“ modelltheoretischen Bewertung entspricht. Liegt die aktuelle unter der „fairen“ Bewertung, spricht man von unterbewerteten, anderenfalls von überbewerteten Märkten (Aktienindizes). Langfristig sollte der Markt zur „fairen“ Bewertung tendieren. Ist der Markt nach dem Modell dauerhaft über- bzw. unterbewertet, sollte das Modell verworfen werden, da es die Realität nicht erklären kann. Die Suche nach einem anderen Modell ist notwendig.



Bewertung von Wertpapieren



Gewinne und Zinsen –
Erklärungsvariablen im
FED-Modell

Eines der bekannteren Bewertungsmodelle ist das FED-Modell (FED = US-Notenbank). Hiernach hängt der „faire“ Wert (Alternativbezeichnung: innerer Wert) des Gesamtmarktes (Indizes) von zwei Erklärungsvariablen ab:

- > Gewinne der (Index-)Unternehmen: Je höher die Gewinne sind, desto höher sollte der Indexstand sein.
- > Langfristiger Anlagezins: Ein hoher Zinssatz macht die weniger risikoreiche Rentenanlage im Verhältnis zur risikoreicheren Aktie attraktiver. Je höher also z. B. der 10-Jahres-Zins, umso niedriger der „faire“ Wert des Aktienindex.

Formelmäßig lässt sich das FED-Modell wie folgt ausdrücken:

$$\text{„fairer“ Indexwert} = \frac{\text{Gewinne} \times 100}{(\text{langfristiger}) \text{ Zinssatz}}$$

Risikoprämie bei einem extremen Niedrigzins

„Faire“ DAX-Werte im FED-Modell

		DAX-Gewinne		
		2006e	2007e	2008e
Zinssatz (10 J.)	IRP*	450	509	547
3,4	3,1	6.887	7.787	8.368
3,5	3,1	6.783	7.670	8.242
3,6	3,1	6.682	7.556	8.120
3,7	3,1	6.585	7.446	8.001
3,8	3,1	6.490	7.339	7.886
3,9	3,1	6.398	7.234	7.774
4,0	3,1	6.308	7.133	7.665

* IRP: Implizite Risikoprämie

Gewinnänderungen werden voll im „fairen“ Indexwert berücksichtigt. Beim Zins sind mitunter Korrekturen anzuwenden. In extremen Niedrigzinsphasen, wenn die Leitzinssenkungen der Notenbank zu verpuffen drohen, sollte ein Aufschlag (Alternativbezeichnung: Risikoprämie) in Höhe der Mehrrendite – als Differenz zwischen der Rendite aus der Aktien- und Rentenanlage definiert – vorgenommen werden. In extremen Hochzinsphasen sollte dagegen die Inflationsrate abgezogen werden.

Beispiel: Für den DAX läge auf Basis der 2006er (2007er) Gewinne von 450 € (509 €) und einem 10-Jahres-Zins von 3,7% sowie bei einem Aufschlag von 3,1% der „faire“ Wert 6.585 (7.446) Punkten. Hiernach wäre der DAX aktuell etwa um 13% unterbewertet (2006er Basis).

Analog zum DAX lassen sich „faire“ Indexwerte bei alternativen Gewinn- und Zinskonstellationen für das Euroland oder die USA errechnen.

Im Folgenden wird darauf eingegangen, wie die im FED-Modell verwendeten Gewinn- und Zinsdefinitionen im Einzelnen ermittelt bzw. geschätzt werden können.

Wirtschaftswachstum und Aktienmarkt

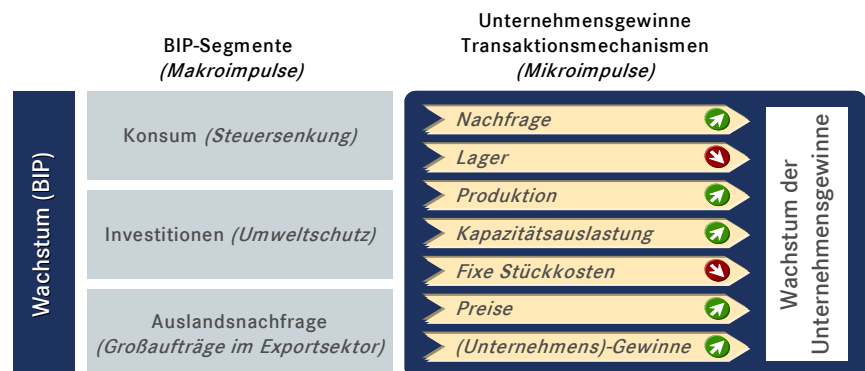
Volkswirtschaftliche und betriebswirtschaftliche Gewinne

Die Erstellung von Wachstumsprognosen fällt ins Aufgabengebiet der Volkswirte und nicht der Aktienanalyse. Den Aktienanalysten interessieren solche Prognosen nur dann, wenn sie sich auf die Gewinne börsennotierter Unternehmen (betriebswirtschaftliche Gewinne, die im FED-Modell vorkommen) auswirken.

*Bruttoinlandsprodukt (BIP)
als Summe der Gewinne
und Löhne*

In der Makroökonomie werden die volkswirtschaftlichen Gewinne durch das Aggregat Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen erfasst. Es beinhaltet die Summe der Gewinne aller Unternehmen, d. h. sowohl der börsennotierten als auch der nicht börsennotierten Gesellschaften. Zusammen mit dem Lohneinkommen bilden die volkswirtschaftlichen Gewinne das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der untersuchten Periode. Wenn das BIP wächst, können sich Löhne und volkswirtschaftliche Gewinne unterschiedlich entwickeln.

BIP-Wachstum und Unternehmensgewinne



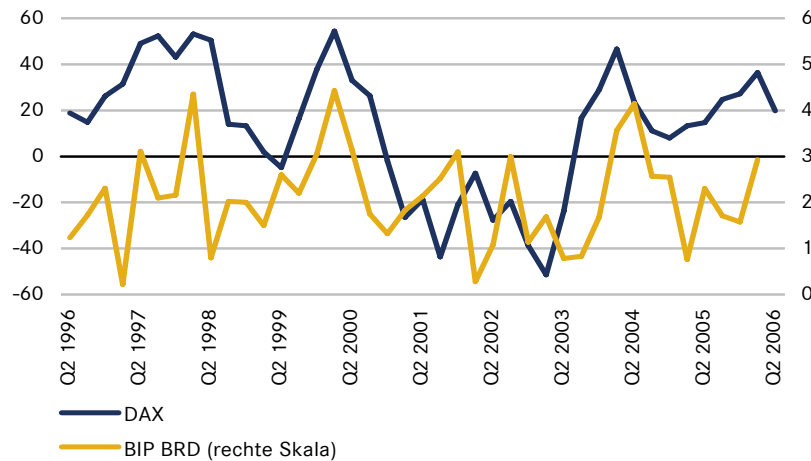
Selbst ein hohes BIP-Wachstum bedeutet nicht automatisch ein Wachstum der Gewinne börsennotierter Gesellschaften, denn:

- > Die Gewinne nicht börsennotierter Gesellschaften können sich entgegengesetzt zu denen der börsennotierten Gesellschaften entwickeln.
- > Wenn die Löhne stärker als das BIP steigen, müssten volkswirtschaftliche Gewinne definitionsgemäß fallen. Im Unterschied zu den 80er und 90er Jahren stiegen in Deutschland im Zeitraum 2000 bis 2004 bei einem niedrigen BIP-Wachstum von 0% bis 4% die volkswirtschaftlichen Gewinne um 10% p. a.. Die DAX-Gewinne konnten aufgrund rigoroser Kostensenkungen mit über 30% p. a. jährlich sogar viel deutlicher zulegen.



Der konstatierte schwache Zusammenhang zwischen dem BIP-Wachstum und dem DAX, wird durch die geringe Korrelation belegt.

DAX versus BIP 1996 – 2006 (Veränderung in % p.a.)



Quelle: Datastream

Wenn dennoch Analysten mit Vorliebe einen positiven Zusammenhang zwischen dem BIP und dem DAX sehen, wird unterstellt, dass sich Nachfrageimpulse in den Segmenten Konsum-, Investitions- und/oder Auslandssektor über einen Transmissionsmechanismus (der sowohl auf der Makro- als auch auf der Branchen- und Mikro-Ebene vorkommt) letztendlich in den Gewinnen niederschlagen.

*Nicht alle
Nachfrageimpulse sind
gewinnrelevant*

So wird erwartet, dass ein Nachfragezuwachs Folgereaktionen auslöst und nach dem Durchlaufen verschiedener Vorstufen zu höheren, ein Nachfrageendzug dagegen zu sinkenden Gewinnen führt. Analysten haben zu prüfen, ob auf den einzelnen Vorstufen des Transmissionsmechanismus beispielsweise „Gefahren“ bestehen, die die anfänglichen Nachfrageimpulse „verpuffen“ lassen (Storni, Zahlungsprobleme des Abnehmers usw.). Verbreitet ist die Meinung, dass Gewinne indirekt über Konjunkturprogramme (Staatsaufträge, Steuererleichterungen) positiv tangiert werden, obwohl ihre Wirkung fraglich bleibt. Erst wenn die „Verpuffungsgefahren“ unwahrscheinlich erscheinen, kann ein Gewinn als sicher erwartet werden. Je früher sich auf einer gegebenen Vorstufe eine positive Gewinnerwartung feststellen lässt, umso eher sollte sich diese positiv auf die Aktienkurse auswirken.

*Frühindikatoren: Signale
für zukünftige Gewinne?*

Da in der Regel die Bekanntgabe der eigentlichen Gewinne nicht abgewartet wird, können Meldungen über das Wirtschaftsgeschehen als eine Art Frühindikator (Signal) für die zukünftige Gewinnentwicklung interpretiert werden. Die Werte der Frühindikatoren geben uns eine Vorstellung, wie hoch die spätere Gewinnänderung ausfällt und sind somit kursrelevant. Analysten versuchen daher, die Gewinne nicht nur direkt, sondern

auch schon im Vorfeld anhand von Frühindikatoren (z. B. erwartetes Verbrauchervertrauen) zu schätzen.

Das Universum von Frühindikatoren ist praktisch „unbegrenzt“, die Stärke der Beeinflussung der Hauptgröße (hier: Aktienkurs) allerdings schwer zu bestimmen, weil sie voneinander abhängen und die Prognosen erschweren.

Klassifikation der Frühindikatoren

Frühindikatoren (Beispiele)			
Sektoren	zeitlicher Verlauf zur Hauptgröße	Messung	Korrelation mit der Hauptgröße
Realwirtschaft (BIP)	vorlaufend (Auftragseingänge/ Produktion)	quantitativ (Auftragsvol. in €)	positiv (Aktienkurse und Gewinne)
Monetärer Sektor (Zins)	gleichlaufend (Konsumausgaben/ BIP)	qualitativ (Ifo-Test)	negativ (Aktien-/ Rentenkurse)
Wo setze ich die Messung an?	Wo liegen Extrem- werte bei vergleich- baren Trends?	Messe ich physische Einheiten oder die Stimmung?	Wie verhält sich die „abhängige“ Größe, wenn die „unabhängige“ steigt/fällt?

Hinzu kommt, dass ein als „allgemeingültig“ erachteter Zusammenhang sich im Konjunkturverlauf ändern kann. Neue Auftragseingänge in der Frühphase der Konjunktur sind z. B. höher zu bewerten als in der Überhitzung, wenn sie unter Umständen nicht kostendeckend hereingenommen werden, weil Unternehmen Angst haben, diese Aufträge abzulehnen. Summa summarum bleiben Kursprognosen anhand von Frühindikatoren problematisch.

Gute Frühindikatoren, schlechte Kurse?

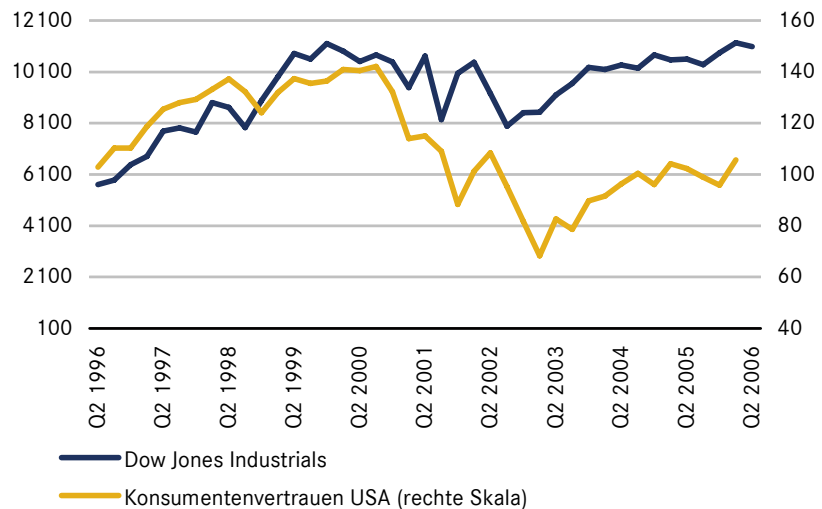
Es kann sogar noch schlimmer kommen. Analysten können insofern „Pech“ haben, als dass auch bei einer punktgenauen Schätzung eines – stark verbesserten – Frühindikators die Börsenkurse dennoch fallen, weil:

- > andere relevante Frühindikatoren schlechter als erwartet ausfielen. Hohe Auftragseingänge können z. B. durch fallende Kapazitätsauslastung oder gestiegene Lagerbestände überkompensiert werden. Auch das steigende Verbrauchervertrauen kann durch das fallende Industievertrauen zunichte gemacht werden. Weil viele Indikatoren gleichzeitig den Kurs beeinflussen, sind Rückschlüsse aus der isolierten Korrelation zwischen dem Aktienmarkt und z. B. dem Verbrauchervertrauen fraglich, wenngleich dort ein starker positiver Zusammenhang vermutet wird.
- > häufig aber auch nur die Kommentierung der Indikatoren das Markt-



geschehen beeinflusst. So sind nicht selten die Einschätzungen der Notenbanken („Wording“) wichtiger als die Daten selbst.

Beeinflusst das Konsumentenvertrauen die Börse (USA)?



Quelle: Datastream

- > einige Anleger für die nahe Zukunft keine besseren Werte des Frühindicators mehr erwarten und ihre Aktien kurzfristig verkaufen (Börsenweisheit: sell on good news).

Zinsen und Aktienmarkt

Bestimmungsfaktoren der Zinsen

Der Zins wird nicht allein von den Banken bestimmt!

Ähnlich wie Gewinne sind auch Zinsen schwer zu prognostizieren. Verbreitet ist der Trugschluss, dass Zentralbanken mit den Instrumenten der Geldpolitik den Zins direkt beeinflussen und steuern könnten. Wie bei den Gewinnen können auch die Zentralbankimpulse zur Zinsbeeinflussung „verpuffen“. In der Realität wird der Zinssatz daher von dem Angebots- und Nachfrageverhalten der Haushalte, des Staates, des Auslandes und der Unternehmen nach dem Gut „Geld“ und nicht autonom von der Zentralbank determiniert.

Zudem unterliegt der Wirkungsmechanismus der Geldpolitik einer gewissen zeitlichen Verzögerung („time lag“), so dass Ursache und Wirkung durchaus 12 bis 24 Monate auseinander fallen können. Nicht wenige Marktteilnehmer sind angesichts der Kurzlebigkeit der Märkte bei einer solchen zeitlichen Verzerrung verständlicherweise überfordert und wundern sich über das Ergebnis, dessen Entstehungsgrund sie schon lange verdrängt haben.

Aus praktischen Gründen ist zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen sowie zwischen Kredit- und Anlagezinsen zu unterscheiden. Jede dieser

„Zinsarten“ bildet sich auf einem der voneinander abhängigen, spezifischen Teilmärkte, die wiederum durch unterschiedliche Akteure und individuelle Angebots- und Nachfragerelationen charakterisiert sind.

So treten z. B. im Zinsbildungsprozess auf dem kurzfristigen Kreditmarkt auf der Nachfrageseite Private und Firmen auf, die Überziehungskredite benötigen. Auf der Angebotsseite findet man Banken (besonders spezialisierte Kreditfinanzierer), die diese Darlehen anbieten und versuchen, höchstmögliche Margen zu erzielen.

Nach dem FED-Modell ist zwar für die Marktbewertung nur der langfristige Anlagezins entscheidend. Wegen der Interdependenzen zwischen den genannten Teilmärkten ist jedoch die Analyse der Bildungsprozesse aller „Zinsarten“ wichtig.

Zinsmärkte: Wichtige Preisbildungsfaktoren

	Anlagezins	Kreditzins
Kurzfristiger Zins	Leitzins/Liquidität	Kreditnachfrage von Privaten zu Konsumzwecken
Langfristiger Zins	Zinsstrukturkurve (Konjunkturphase entscheidet)	Kreditnachfrage von Unternehmen und Staat nach Investitionen

Langfristzins: Kredite und Refinanzierung im Fokus

Die Ursachenanalyse der Zinsbildung auf den jeweiligen Teilmärkten weist viele Besonderheiten auf. So hängt der langfristige Zins vornehmlich ab von:

- > der konjunkturreagiblen Kreditnachfrage nach langfristigen Finanzierungen (Gebrauchsgüter, Investitionen, Immobilien)
- > den Refinanzierungskosten der Banken. In „überbewerteten“ Aktienmärkten wird der Anlagebedarf in Renten steigen und den Zins sowie die Refinanzierungskosten dämpfen, in „unterbewerteten“ Aktienmärkten ist der umgekehrte Fall sehr wahrscheinlich.
- > dem Wettbewerbsgrad unter den Banken. Die Zinsmarge in Großbritannien ist z. B. auf dem dortigen oligopolistischen Bankenmarkt doppelt so hoch wie in Deutschland.

Der kurzfristige Zins dürfte von folgenden Faktoren abhängen:

- > der Preiskomponente (direkte Beeinflussung)
Der autonom von den Notenbanken festgelegte Leitzins (derzeit in den USA 5,00%, im Euroland 2,75%) dient im Euroraum als Instrument zur Preiskontrolle und kann sekundär – als „Nebeneffekt“ – die Konjunktur und die Börse beeinflussen.
- > der Mengenkompente (indirekte Beeinflussung durch die so genannte Geldmenge M3).

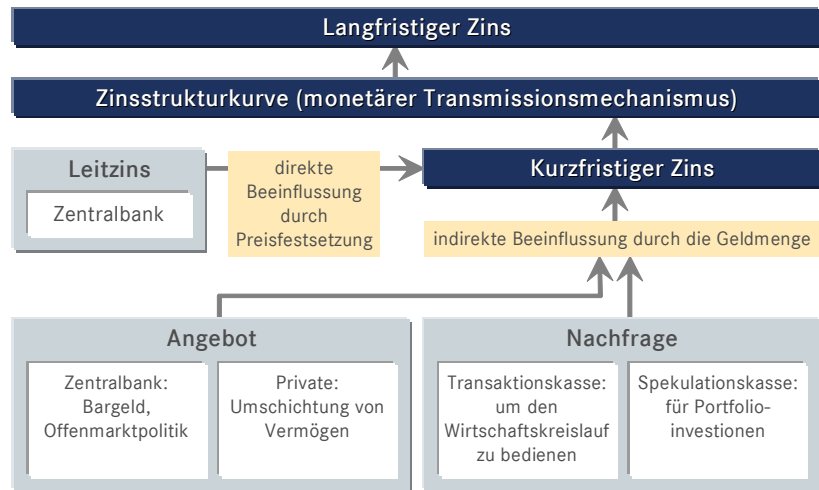
Unter der Geldmenge versteht man die „Menge“ des Geldes außer-

Liquiditäts- und Anlageverhalten beim Kurzfristzins im Fokus



halb des Bankensystems. Sie ist „nachfrageaktiv“ und kann damit realwirtschaftliche Vorgänge auslösen.

Bestimmungsfaktoren für den langfristigen und kurzfristigen Zins



Geldmenge M3 als wichtiger Liquiditätsfaktor

Die Geldmenge M3 wird ihrerseits beeinflusst von

- > der Angebotsseite durch die Zentralbank, die die Wirtschaft mit Bargeld versorgt („Geld drucken“) und Geschäftsbanken kurzfristige Refinanzierungsgelder (Offenmarktpolitik) anbietet. Auch Private (Haushalte, Firmen) können durch Vermögensumschichtungen „Geld schaffen“. Dies geschieht z. B. durch den Verkauf von Rentenpapieren durch Private an Banken und der Anlage erzielter Erlöse in Monatsgeldern. Die neue Liquidität (so genannte „Parkgelder“ zählen zur M3; die vorherigen Rentenanlagen jedoch nicht) gilt als guter Frühindikator für freundliche Aktienkurse. Wer Gelder parkt, hat „Anlagennotstand“ und könnte womöglich in Aktien investieren.
- > der Nachfrageseite, die allein von den Nichtbanken bestimmt wird. Die Wirtschaft braucht ein entsprechendes M3-Volumen, um Transaktionen (definiert als Preise P mal Mengen Q) durchführen zu können. Ist mehr M3-Volumen im Umlauf, kann dieses entweder in Geldmarkttiteln „geparkt werden“ (vgl. oben) oder es fließt sofort in die Kapitalmärkte für Aktien- und Rentenkäufe („Spekulationskasse“). Zu hohes M3-Volumen kann andererseits inflationär wirken. Ist zu wenig Geld im Umlauf, muss sich definitionsgemäß seine Umlaufgeschwindigkeit (V) erhöhen.

Formelmäßig gelten folgende Zusammenhänge:

$$\text{„benötigte“ M3 (Transaktionszwecke)} = \frac{P \times Q}{V}$$

$$\text{tatsächliche M3} = \text{„benötigte“ M3} + \text{„spekulative“ M3}$$

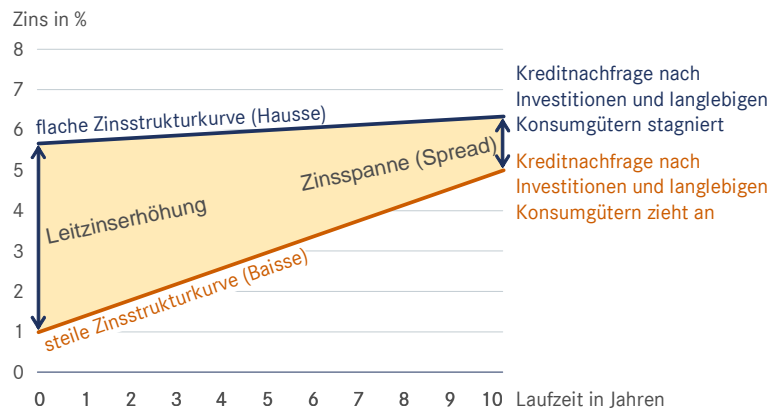
Beispiel: Bei einer konstanten Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (V) im Euroland wird das heutige M3-Wachstum von 7,7% zu 1,2% für Transaktionszwecke (BIP-Wachstum) benötigt, zu 2,2% für die Preissteigerung und der Rest von 4,3% für „Spekulationszwecke“ verwendet. Fließt die überschüssige „spekulative“ Geldmenge von absolut 307 Mrd. € voll in den Euro Stoxx 50 (Börsenkapitalisierung derzeit 1.804 Mrd. €), würde sich ein Kurssteigerungseffekt von +17% ergeben.

Zinsstrukturkurve

*Steigende Spreads
Frühindikator für eine
Konjunkturerholung?*

Die Beziehungen zwischen kurz- und langfristigen Zinsen werden durch die so genannte Zinsstrukturkurve (monetärer Transmissionsmechanismus) beschrieben. Ihre Lage und ihre Veränderung (beide Parameter problematisch zu schätzen!) werden oft als zuverlässige Frühindikatoren für die Konjunkturerwartung angesehen. Wenn sich die Kurve in der Baisse – bedingt durch Leitzinserhöhungen und anziehende Kreditnachfrage – nach oben verschiebt und steiler wird, kann dies als ein Zeichen für die erwartete Konjunkturerholung gewertet werden. In der Hochkonjunktur gibt es zwar einen kräftigen absoluten Zinsanstieg, die so genannte Zinsstrukturkurve (Differenz zwischen dem 10-Jahres-Zins und dem 3-Monats-Zins) wird aber flacher (manchmal invers).

Zinsstrukturkurve und Konjunkturverlauf (gewöhnlicher Verlauf)



Wechselkurse und Aktienmarkt

Die Leistungsbilanz (Hauptposten der Zahlungsbilanz)

Theoretisch sollten realwirtschaftlich induzierte Wechselkursänderungen indirekt über Preiseffekte und Kapitalströme sowohl die Konjunktur (Wachstum) als auch die Zinsen direkt beeinflussen. Diese Effekte treten gleichermaßen im Land (Wirtschaftsraum) des Exporteurs und dem des Importeurs auf, wenngleich mit unterschiedlicher Intensität und oft in gegensätzlicher Richtung.



Exportüberschuß stimuliert den Aktienmarkt



In der Handelsbilanz tendieren Wechselkurse zum Gleichgewicht

In der Wirklichkeit entscheidet die Kapitalverkehrsbilanz!

Die Teilbilanzen der definitionsgemäß ausgeglichenen Zahlungsbilanz können Defizite bzw. Überschüsse aufweisen. Diese sind Ursache für Wechselkursschwankungen. Ein Überschuss in der Leistungsbilanz bedeutet z. B. bessere Konjunktur und stimuliert die Börse. Dieses Eldorado währt nicht ewig. Denn der Überschuss impliziert einen Nachfrageschub nach der Währung des Exportlandes, führt zu ihrer Verteuerung (Aufwertung) und damit zum Preisanstieg der importierten Waren. Wenn der Importeur diese nicht mehr kauft, reduziert sich der Überschuss. Andererseits ist es auch möglich, dass der Exporteur mehr verbilligte Waren beim Importeur kauft und aus dem ursprünglichen Überschuss ein Defizit wird. Ein fiktives Beispiel soll dies näher erläutern.

Beispiel: Die EU erwirtschaftet im US-Handel einen Überschuss von 100 Mrd. €. Da die US-Importeure Euro mit US-Dollar (\$) kaufen müssen, gibt es in der EU eine „US-Dollar-Schwemme“. Der Wechselkurs €/ \$ fällt daraufhin von 1,0 (1 € = 1 \$) auf 1,5 (1,5 \$ = 1,0 € bzw. 1 \$ = 0,67 €). Ein importierter Porsche, der 100.000 € kostet, verteuert sich von 100.000 \$ auf 150.000 \$ und wird nicht mehr gekauft. Analog gilt dies für alle anderen EU-Waren, so dass der EU-Überschuss nivelliert wird.

Es bleibt also festzuhalten:

- > Leistungsbilanzüberschüsse führen tendenziell zur Aufwertung der Inlandswährung (Abwertung der Auslandswährung)
- > Leistungsbilanzdefizite führen tendenziell zur Abwertung der Inlandswährung (Aufwertung der Auslandswährung)

Gäbe es nur Leistungsströme und freie Wechselkurse, würde sich auf Dauer ein „Gleichgewichtskurs“ einpendeln. Man spricht hier deshalb vom Selbstregulierungsmechanismus der Leistungsbilanz.

Die Kapitalverkehrsbilanz

In der globalen Realität werden Wechselkurse zu 90% von kurzfristigen Spekulationsgeldern und langfristigen Portfolioinvestitionen, den Hauptposten der Kapitalverkehrsbilanz, bestimmt. Diese „Störfeuer“ setzen den beschriebenen Selbstregulierungsmechanismus oftmals außer Kraft.

Welche Implikationen der Wechselkurs €/ \$ für die Börsen beider Regionen haben kann, zeigt folgendes Beispiel:

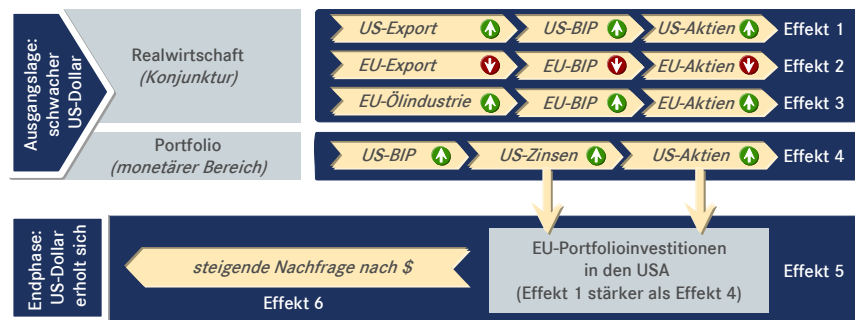
- > Ausgangslage: Ein „schwacher“ US-Dollar müsste auf Dauer das US-Leistungsbilanzdefizit über „verbilligte“ Exporte in die EU reduzieren und damit die Nachfrage nach US-Aktien (Effekt 1) steigen bzw. umgekehrt nach EU-Aktien fallen lassen (Effekt 2). Da andererseits Ölimporte der EU-Länder (in US-Dollar fakturiert) Wachstumsimpulse bringen, dürften diese die Nachfrage nach EU-Aktien (Effekt 3) er-

neut stimulieren. Vorgenannte Effekte entstehen im realwirtschaftlichen Bereich.

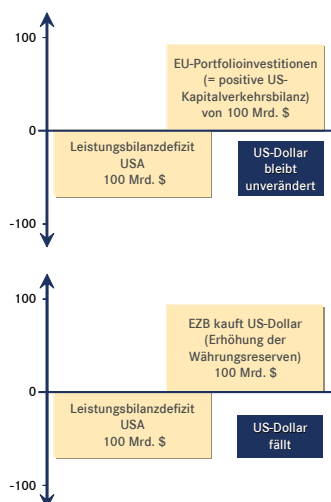
- > Gleichzeitig steigen im monetären Bereich die US-Zinsen. Dieser „Störfaktor“ (Effekt 4) kann aber die realwirtschaftlich entstandene „Ertragsphantasie“ (Effekt 6) nicht wettmachen, die außer im Exportsektor auch im Konsum- und Investitionsbereich entsteht. Aufgrund der guten Stimmung für die US-Renten- und Aktienmärkte steigen die EU-Portfolioexporte dorthin (Effekt 5). Steigende US-Zinsen sollten sich wiederum erhöhend auf den Euro-Zins auswirken (so genannter internationaler Zinszusammenhang) und den Kapitalabfluss teilweise abbremsen (höhere Euro-Zinsen bedingen eine hiesige Erhöhung der Rentenanlagen!).

Aktienmarkt und Währung (Beispiel schwacher US-Dollar)

Der US-Dollar wird permanent durch Kapitalexporte in die USA gestützt



Leistungsbilanzdefizite und Wechselkurse (Beispiele)



- > In der Realität stabilisierten also steigende Portfolioinvestitionen nicht nur den US-Dollar, sondern konnten den Greenback trotz des Leistungsdefizits weiter ansteigen lassen. Diese Situation war Ende der 90er Jahre zu beobachten, als im Zuge des „Akquisitionshungers“ auf US-Firmen ein Rekordkurs beim \$-Wechselkurs mit hohen Leistungsbilanzdefiziten einher ging. Heute sind zwar diese Leistungsbilanzdefizite geblieben, die Portfolioinvestitionen in US-Firmen und US-Aktien sind aber stark zurückgegangen, was den Wechselkurs drückte. Der aktuell dennoch zu hohe US-Dollar-Kurs wird vornehmlich von der Nachfrage nach US-Bonds (Finanzierung des Haushaltsdefizits) getragen.

Wechselkursimplikationen sind kompliziert und „unberechenbar“. Eine wichtige Rolle spielen sie – im Gegensatz zu dem System der freien Wechselkurse der Industrieländer – z. B. in den Volkswirtschaften der Emerging-Markets-Länder. Permanente „Klagen“ der EU und USA an die Adresse Chinas wegen unlauterer Wettbewerbsvorteile (Unterbewertung des staatlich festgelegten Yuan-Wechselkurses), zeigen die Dimension des Problems.



Weitere makroökonomische Faktoren und Aktienmarkt

Auch andere Makrofaktoren können den Aktienmarkt beeinflussen.

- > Landesspezifische Lohn- und Steuersysteme schlagen stark auf die jeweiligen Unternehmensgewinne durch. So konnten z. B. viele EU-Beitrittsländer zuletzt von „Dumpingmaßnahmen“ profitieren.
- > Eine hohe Staatsverschuldung übt „Druck“ auf steigende Zinsen aus. Der erwartete Zusammenhang zwischen hoher Staatsverschuldung und schwachen Börsen (USA, Japan) war allerdings nicht immer signifikant.
- > Exorbitant hohe Inflationsraten beeinflussen theoretisch den Zins und den Wechselkurs negativ. Dennoch stören oft „Mammut-Zinsen“ die Aktienkurse nicht, wenn die Flucht in Dividentitel wie in den südamerikanischen Ländern als „Inflationsschutz“ angesehen wird.

Fazit: Von den Makrofaktoren spielen am Aktienmarkt primär die Gewinne und sekundär die Zinsen eine Rolle. Nur selten werden Wechselkurse als Erklärung herangezogen. Gewinne und Zinsen sind schwierig direkt zu prognostizieren, da sie stark von subjektiven Annahmen abhängen. Analysten versuchen daher, gute Schätzwerte indirekt mit Hilfe geeigneter Frühindikatoren zu erzielen.

Konjunkturzyklen und Aktienmarktzyklen

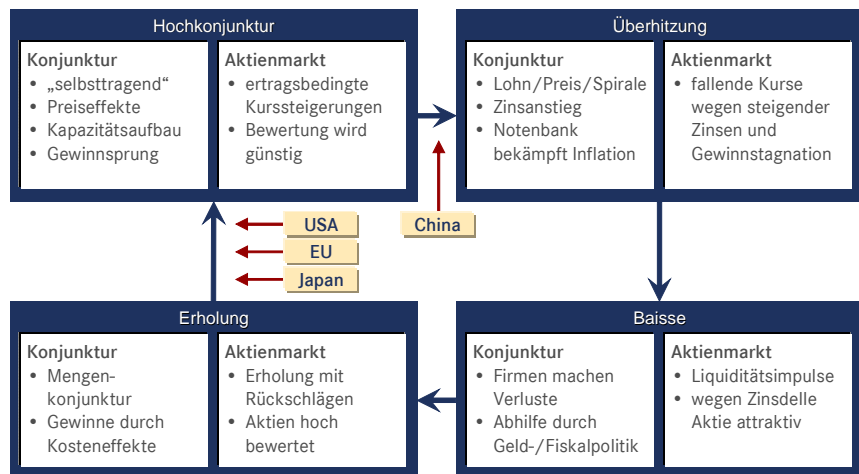
Wie bereits ausgeführt, beeinflussen Gewinne den Aktienmarkt stärker als die Zinsen. Dennoch werden auch in der Konjunkturbaisse, wenn die Gewinne sinken (Verluste auftreten), temporäre Erholungen am Aktienmarkt beobachtet. Dieses Phänomen lässt sich durch extrem niedrige Zinsen erklären, ein Umstand, der Anleger davon abhält, in Rentenwerte zu investieren.

*Aktienmarkt- und
Konjunkturzyklen
korrelieren eng miteinander*

In Niedrigzinsphasen während der Konjunkturbaisse werden Renten primär von Lebensversicherungen oder Pensionskassen gekauft, die „frisches Geld“ anlegen. Privatanleger „parken“ dagegen Liquidität, wollen sich in festverzinslichen Papieren nicht binden, trauen aber gleichzeitig auch den Aktien wegen der Konjunkturschwäche nicht. In dieser nervösen Abwehrhaltung führt jede Konjunkturoffnung zu Ausbruchversuchen aus der „Liquiditätsfalle“ in die Aktie, die aber meistens scheitern.

Umgekehrt stören in der Konjunkturhaube steigende Zinsen den Aktienmarkt nicht, wenn die Gewinne sprudeln. Erst wenn die Wirtschaft auf hohem Niveau stagniert und reelle „Zinsängste“ zur Bedrohung werden, sind negative Reaktionen zu beobachten.

Konjunktur- und Aktienmarktzyklen (Standort der Wirtschaftsräume)



Diverse Studien zeigen, dass jedem Konjunkturmodell ein – zeitlich um einige Monate vorgelagertes – „Ebenbild“ des Aktienmarktes (sog. Aktienmarktzyklen) gegenübersteht. Die Einzelphasen eines solchen Aktienmarktzyklus unterscheiden sich sowohl in der Bewertung, als auch nach dem „vorherrschenden Kurstreiber“ (Liquidität, Gewinne, Bewertung) sowie die im Fokus stehenden Wachstumsbranchen. Die Kenntnis des Ablaufs eines Zyklus erlaubt, die Bedeutung einzelner Faktoren vom Gewicht her richtig einzuordnen, besonders wenn z. B. von einzelnen Frühindikatoren widersprüchliche Signale ausgehen.

Fazit: Der Aktienmarktzyklus eilt dem Konjunkturzyklus voraus. Die Zyklusbetrachtung ist einer Einzelanalyse vorzuziehen, da sie ein für Anlageentscheidungen hilfreiches Gesamtbild des Marktes vermittelt.

Zusammenfassung

- > Ziel der Aktienanalyse ist es, die Bestimmungsfaktoren der Aktienkurse zu finden, diese zu schätzen und bei der Kursprognose zu verwenden. Da die Aktienanalyse keine „harten Gesetzmäßigkeiten“ kennt, wird mit Alternativszenarien gearbeitet.
- > Bei der Vielzahl von Bestimmungsfaktoren stehen makroökonomische und mikroökonomische Stimmungsfaktoren sowie die (sporadisch auftretenden) Sonderfaktoren im Vordergrund. Die beiden ersten Faktoren sind die wichtigsten.
- > Bei den makroökonomischen Faktoren spielen die Gewinne und die Zinsen die Hauptrolle. Faktoren wie z. B. Wechselkurse, Staatsverschuldung, Löhne und Steuern haben nur eine untergeordnete Bedeutung. Die Gewinne beeinflussen den Aktienmarkt (Aktienindex) proportional, die Zinsen dagegen indirekt proportional.



- > Mit dem FED-Modell zur Bestimmung der „fairen“ Marktbewertung lässt sich prüfen, ob der Aktienmarkt überbewertet (der Ist-Indexstand liegt über dem „fairen“ Wert) oder unterbewertet ist.
- > Unternehmensgewinne werden primär von der Konjunktur (BIP-Wachstum) und sekundär durch Kosten und Steuern determiniert.
- > Zinsen beeinflussen den Aktienmarkt hinsichtlich der Komponenten Liquidität und Attraktivität alternativer Vermögensanlagen. Bei hohen Zinsen investieren Anleger eher in Renten als in Aktien. Bei niedrigen Zinsen halten Investoren viel Liquidität und „warten“ auf den günstigen Einstieg in die Dividentitel. Ähnlich wie die Konjunktur hängt auch der Zins von verschiedenen Faktoren ab, die Untersuchungsgegenstand der Volkswirtschaftslehre sind.
- > Da die Börse makro- und mikroökonomische Ereignisse mit einem zeitlichen Vorsprung antizipiert, versuchen Analysten über Frühindikatoren die Gewinne und Zinsen indirekt zu schätzen. Das Problem der Schätzung besteht darin, nicht nur die aussagekräftigsten Frühindikatoren zu finden, sondern auch ihre Einflussstärke zu bestimmen. Senden Frühindikatoren widersprüchliche Signale, ist der stärkste Effekt bzw. der Saldo der Gesamteffekte zu identifizieren.
- > Es gibt (zeitverschobene) Parallelen zwischen Konjunktur- und Aktienmarktzyklen. In der Hausse werden die Börsen primär von den Unternehmensgewinnen, in der Baisse von der Liquidität stimuliert.

Aktienkursprognosen sind angesichts fehlender „Gesetzmäßigkeiten“ schwierig. Die apoBank-Anlageberater vermögen „normale“ (längerfristige) von „anormalen“ (kurzfristigen) Kursreaktionen zu unterscheiden und können darüber hinaus die Auswirkung psychologischer und sonstiger Faktoren einschätzen. Diese Vorgehensweise hilft, die Anlageentscheidung weniger risikoreich zu gestalten.

Verfasser: Dr. Viktor Heese



Deutsche Apotheker- und Ärztebank
Wertpapiere Privates Asset Management
apoResearch

Richard-Oskar-Mattern-Straße 6
40547 Düsseldorf

Telefon: (0211) 5998-0

Internet: <http://www.apobank.de>