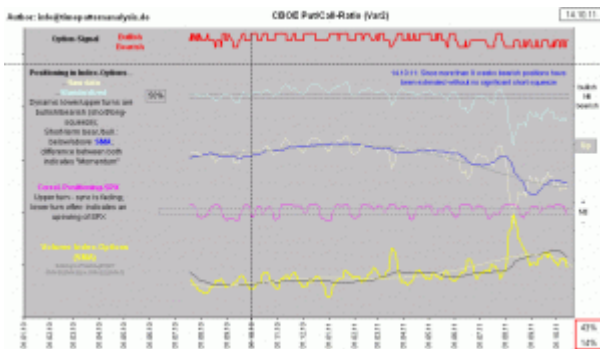
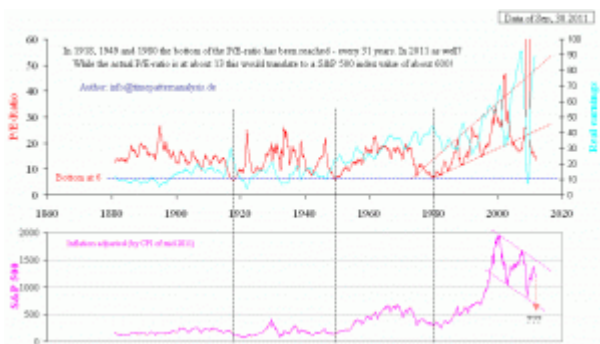


In der jüngeren Vergangenheit gab es zwei Eindeckungsphasen, beide im August. Seitdem geht der Saldo der Ausrichtung hektisch hin und her, im längerfristigen Verlauf zugunsten des weiteren Ausbaus von Put-Positionen (siehe Chart!). Sehen sich die Halter solcher Positionen zu einer Eindeckung gezwungen, gäbe das der bullischen Seite einen kräftigen Schub.



Die jetzt angelaufene Quartalsaison muss anhand der Quartalszahlen zeigen, ob sich die wirtschaftlichen Aussichten der Unternehmen tatsächlich so stark eingetrübt haben, wie das in dem Aktienkurseinbruch seit Ende Juli abgebildet wurde oder es sich um eine Überreaktion handelte. Auf der anderen Seite wird sich auch zeigen, ob die langfristig gemeinhin als der wichtigste Treiber für Aktienkurse geltenden Unternehmensergebnisse wieder mehr beachtet werden oder ob die „Märkte“ weiterhin auf die (selbst nur reagierende) Politik und ihren Umgang mit hohen Staatschulden reagieren.

Werfen wir einen Blick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis im S&P 500 (siehe Chart!). Bemerkenswert im langfristigen Ablauf erscheint mir folgendes: 1918, 1949 und 1980, also jeweils im Abstand von 31 Jahren, markierte das KGV bei rund sechs einen Boden. Es folgten (teilweise mit Verzögerung) starke, sich über viele Jahre erstreckende Aufwärtsbewegungen im S&P 500.



(Netter Zufall am Rande: Jérôme Kerviel, ehemals als Händler zuständig für dramatische Verluste bei SocGen, und Kwaku Adoboli, als Investmentbanker bei UBS in ähnlicher Mission unterwegs, waren beide zu ihren Tatzeiten 31 Jahre alt.)

1980 plus 31 ergibt 2011. Sollte sich der 31-Jahre-Rhythmus durchsetzen, stünde erneut „KGV 6“ auf dem Plan. Das aktuelle KGV steht bei rund 13. Entweder verdoppeln sich in der laufenden Quartalsaison die Unternehmensgewinne oder der Index halbiert sich. Näher liegt dann doch das zweite – Jahresendziel also 600? Das wäre ein gewaltiger Kollaps – in dieser radikalen Form aber weniger wahrscheinlich.

Es fällt auf, dass die Volatilität im KGV seit 1980 zumindest bis zur Jahrtausendwende stärker gestiegen ist als im Index. Dies gilt auch für die Zeit danach, in der die Volatilität im Index wieder deutlicher anstieg. Offenbar spielen die Unternehmensgewinne als Indextreiber seit 1980 eine immer geringere Rolle. Die schleichende Entkopplung ist insbesondere seit Mitte der 1990er Jahre zu beobachten. Das zieht die

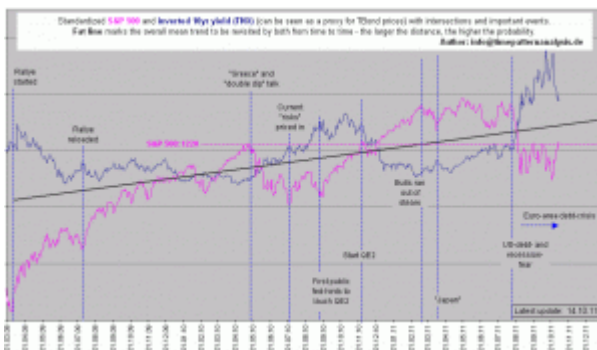
„Vorhersage“ noch weiter in Zweifel.

Allerdings muss auch klar festgestellt werden, dass es in der Geschichte selten geschieht, dass der Aktienindex dann solide steigt, wenn die Unternehmensergebnisse „oben“ sind. Und die Gewinne stehen aktuell fast wieder auf dem historischen Rekord von Mitte 2007.

Auch wenn die Unternehmensgewinne als Einflussgröße auf die Aktienkursentwicklung in den zurückliegenden 30 Jahren abgenommen hat, erscheint eine nachhaltige Rallye aus Sicht der Unternehmensgewinne damit wenig wahrscheinlich; zumal das wirtschaftliche Umfeld nicht gerade günstig ist für weitere Gewinnsteigerungen.

Betrachtet man die Entwicklung der Treasurys im Vergleich zum S&P 500, ergibt sich ein differenziertes Bild. Beide Asset-Klassen sind nach wie vor alternative Investments. Auch diese Beziehung mag sich mit dem durch die Liquiditätsschwemme ausgelösten Zinskollaps allmählich lockern. Noch ist sie aber klar gegeben.

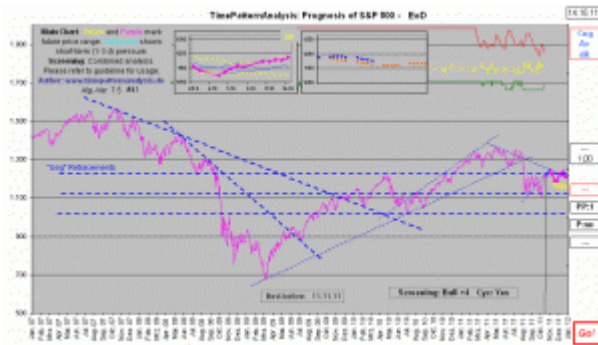
Als Ersatz für den Verlauf der Bond-Kurse wird die invertierte 10jährige US-Rendite (TNX) genommen und als Anleihe-KGV gegen den S&P 500 gestellt (siehe Chart). Die fette, aufwärts gerichtete Linie verbindet Schnittpunkte beider Verläufe. Sie ist die Linie, zu der beide stets wieder zurückkehren, je weiter sie sich entfernt haben, je größer ist die Wahrscheinlichkeit. Die Linie stellt so etwas wie ein Gleichgewicht zwischen beiden Anlagealternativen dar (ich hatte dieses Konzept bereits im Mai in Zusammenhang mit der Frage vorgestellt, was wird, wenn QE2 ausläuft).



Danach ist eine weitere Annäherung zwischen beiden Kursen nicht von der Hand zu weisen, also steigende Renditen von niedrigem Niveau aus (bzw. sinkender Kehrwert von hohem Niveau aus), sowie steigender S&P 500. Beide sind aktuell etwa gleich weit von der „Gleichgewichtslinie“ entfernt. Das "Anleihe-KGV" hatte vor kurzem einen historischen Rekord von über 55 erreicht.

Nehmen wir noch eine dritte Meinung hinzu, die fraktalen Oszillatoren von 19 täglich analysierten Basiswerten. Dieser Chart wird täglich auf der Startseite von www.timepatternanalysis.de aktualisiert. Die expansive Ausrichtung der Finanzmärkte hat zuletzt deutlich zugenommen und liegt jetzt gleichauf mit der abnehmenden kontraktiven Ausrichtung – zeitgleich mit dem S&P 500 an der wichtigen Scheidelinie von 1220.

Die vierte und letzte Meinung, die zyklische Prognose der TimePatternAnalysis für den S&P 500 (siehe Chart!), stellt für den Oktober noch begrenzte Kurssteigerungen in Aussicht (bis etwa 1240/1250), anschließend ist mit sinkenden Notierungen zu rechnen.



Die zyklischen Prognosen von DAX und EuroStoxx50 zeigen demgegenüber übergeordnet deutlicher abwärts. Die relative Stärke in den beiden europäischen Aktienindices scheint zu Ende zu gehen.

Die zyklische Prognose der TimePatternAnalysis sieht für die 30jährige TBond-Rendite nach noch kurz andauernden weiteren Zuwächsen einen deutlichen Rückgang, also steigende Bond-Kurse. Edelmetalle werden mit übergeordnet steigenden Preisen avisiert, Euro/Dollar dürfte demnach bei rund 1,40 gedeckelt werden. Zusammengenommen spricht das Intermarket-Umfeld nicht für weiterhin solide steigende Aktienkurse.

Und das ist auch die Quintessenz: Eine nachhaltige Überwindung des Niveaus bei 1220 im S&P 500 erscheint mir aktuell nicht sehr wahrscheinlich. Übergeordnet sinkende Notierungen sind wahrscheinlicher.