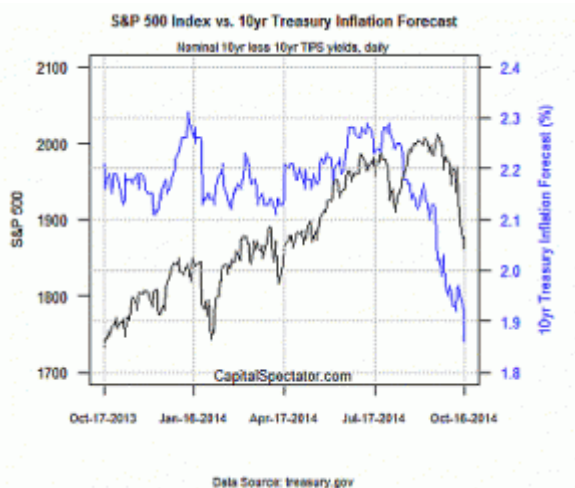


S&P 500 – jetzt wieder bullisch?

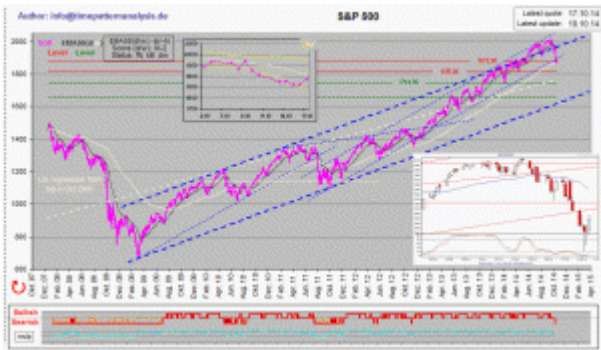
Description

Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen hat in den zurückliegenden Tagen intraday die Marke von 2% touchiert. Ende Juli 2012 hatte der Wert im Allzeittief bei 1,43% notiert. Damals hatte EZB-Draghi mit seiner Versicherung für Entspannung in der Eurokrise gesorgt, die EZB werde alles tun, um den Euro zu retten. Die Rendite stieg daraufhin bis Anfang 2014, ihrem jüngsten Hoch, auf 3%.

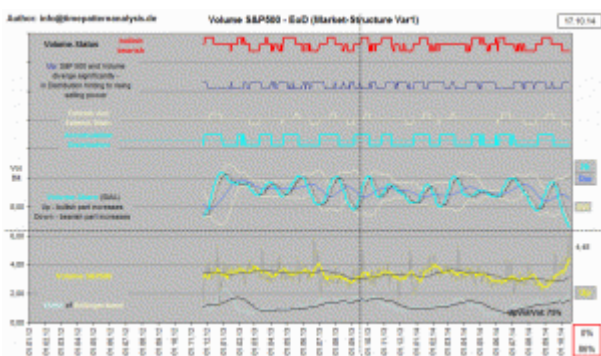
Auf dem aktuellen Niveau gelten die US-Renditen im Vergleich zu deutschen Bunds (im Bereich seiner Allzeittiefs bei unter 0,8%) und vergleichbaren japanischen Staatsanleihen (bei etwa 0,5%) immer noch als attraktiv – insbesondere angesichts der sinkenden Inflationserwartungen. Die sind in den USA, berechnet als Differenz von nominalen und realen zehnjährigen Renditen, auf aktuell rund 1,9% gesunken. Zur Jahresmitte hatten sie noch bei fast 2,3% gelegen.



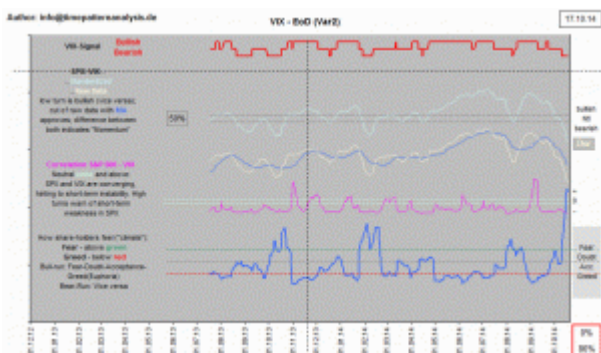
Der S&P 500, der globale Leitindex für Aktien, ist zwischen Mitte September und 15. Oktober von 2011 auf 1863 gefallen, also um 7,4%. Auch mit dem Zuwachs am Freitag von 1,3% notiert er noch unter seinem Aufwärtsskanal aus Oktober 2011. Der Aufwärtsskanal aus Frühjahr 2008 ist intakt, er würde erst bei gut 1600 gebrochen. Der folgende Chart wird täglich auf der Startseite aktualisiert.



Analysiert man Aspekte der internen Struktur hinter dem Kursgeschehen, so ergibt sich ein Bild, das aktuell stark für eine bullische Gegenreaktion spricht. Die Advance-/Decline-Linie setzt die tägliche Anzahl von steigenden und fallenden Aktien an der NYSE ins Verhältnis. Sie zeigt eine bereits drei Wochen andauernde Bewegung in der Nähe bärischer Extremwerte. Die Auswertung des auf steigende und fallende Aktien entfallenden Volumina zeigt Distribution, also das im Zeitablauf Überwiegen „bärischer“ Volumenanteile. Die Distribution gilt seit einigen Tagen als überdehnt, der kurzfristige Verlauf zeigt zudem Tempoverlust; sie hatte am 18. September bei einem Stand des S&P 500 von 2011 begonnen. Auch von hier aus kann das Signal abgeleitet werden, dass eine Gegenwehr der Bullen ansteht.



Das Verhältnis von S&P 500 und VIX, dem Maß für die implizite Volatilität, ist Anfang September abgekippt und notiert heute unter den Tiefpunkten aus Mitte Oktober 2013 und Anfang Februar 2014. Die kurzfristige Korrelation zwischen S&P 500 und VIX hatte Anfang September einen plötzlich einsetzenden „unnatürlichen“ Gleichlauf zwischen Aktien und VIX angezeigt, als beide gleichzeitig sanken. Das deutete auf unangemessene Risiko-Ausrichtung hin und wurde sogleich „bestraft“. Jetzt ist mit dem auf zuletzt über 25 ausgebrochenen VIX eine Situation erreicht, die mit einem weit aufgerissenen Bollingerband ein Klima der Angst („Fear“) zeigt. Auch das spricht jetzt eher für eine kurzfristig anstehende bullische Reaktion.

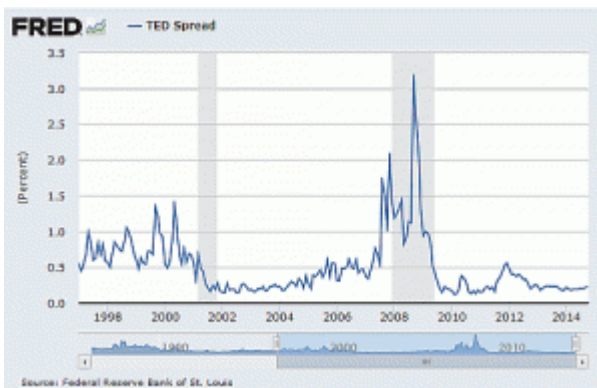


Die Aktien-Rallye der zurückliegenden Jahre ist seit Mitte 2012 im wesentlichen durch Liquidität getrieben worden. Gemessen an den Überschussreserven der Bankensystem ist [in den USA nach wie vor reichlich Überschussliquidität vorhanden, nicht hingegen in der Eurozone](#)

Wie ist es um die Stimmung im Finanzsystem bestellt, wie billig ist Liquidität? Die folgenden drei Charts geben Antwort auf diese Fragen.

Da ist zunächst der Verlauf des TED-Spread. Der zugehörige Chart zeigt den Verlauf der Differenz zwischen dem Dreimonats-Libor und der Rendite für 13-wöchige US-TBills (IRX) 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 sichten in TBills um. Daher bezeichne ich die 13-wöchigen TBills gerne auch als Liquiditäts-„Parkplatz“, ein sinkender IRX zeigt steigende Nachfrage nach diesen TBills (und umgekehrt). Der TED-Spread steigt in der Regel auch bei einer Zunahme der Inflation an; da wir aktuell eher in einem Umfeld sinkender Inflationsraten- und Erwartungen leben, kann dieser Aspekt außen vor bleiben.

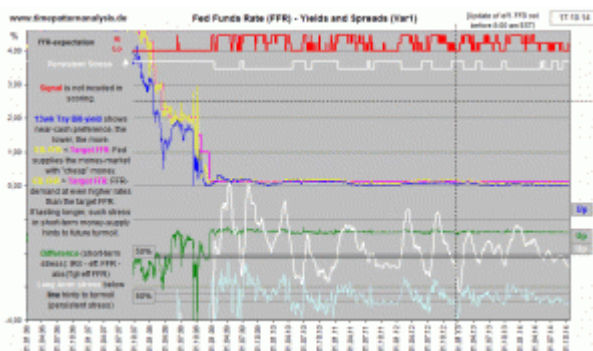
Im folgenden [Chart](#) ist gut sehen, dass seit 2000 Werte des TED-Spread oberhalb von 0,5% anzeigen, dass sich die Liquiditätssituation am Geldmarkt anspannt. Die konstant höheren Niveaus vor 2000 dürfte der seinerzeit höheren Inflation geschuldet sein. Aktuell liegt der TED-Spread mit 0,2% komfortabel unter dem kritischen Pegel. Dabei ist allerdings das niedrige Inflationsumfeld zu berücksichtigen, zudem ist der Spread gegenüber seinem Stand vor Jahr um 10% angestiegen. Das jüngste Hoch des TED-Spread wurde übrigens im Dezember 2011 markiert, als die EZB die erste LTRO-Tranche vom Stapel ließ.



Der nächste [Chart](#) zeigt den Verlauf des Spread zwischen High-Yield-Unternehmensanleihen und der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen. Wenn der Appetit auf riskoreichere Anleihen nachlässt, steigt der Spread an. So ist seit Ende Juni der Spread von 3,4% auf aktuell nahezu 5% angestiegen. Bei 5% liegt eine in den zurückliegenden 15 Jahren kritische Schwelle, oberhalb von 7,5% ist in dieser Zeit jedesmal die (Finanz-)Welt untergegangen. Hier ist die Aussage schon etwas kritischer für die weitere Entwicklung zu sehen.



Der dritte Chart beruht auf der Analyse der Beziehung zwischen effektiver und Target Rate der Fed, sowie der bereits erwähnten TBill-Rendite. Der Verlauf der weißen Signalkurve („Persistent stress“) am oberen Chart-Rand zeigt Phasen von Stress im Finanzsystem an. So wurde etwa bis Anfang 2009 eine solche Stressphase markiert, danach z.B. wieder im Zuge des Ausbruchs der Griechenland-Krise im April 2010. Eine weitere wichtige Stressphase wurde im Zuge der Staatsschuldenkrise der USA im Sommer 2011 und nochmals zwischen Ende 2012 und Anfang 2013 angezeigt. Als es zu einer ersten Äußerung der Fed hinsichtlich Drosselung der QE-Maßnahmen kam, reagierte der Indikator im Mai 2013 ebenfalls mit „Stress“. Schließlich gab es in diesem Jahr drei solche Phasen, die jüngste begann Mitte September zeitgleich mit dem jüngsten Aktien-Topp und dauert noch an, wobei sich aus kurzfristiger Sicht Entspannung dieser seit Anfang 2013 stärksten Stress-Situation abzuzeichnen beginnt (Verlauf/Bodenbildung der weißen Kurve im unteren Chart-Teil).



Aus den drei Indikatoren aus der kurzfristigen Zins-Landschaft kann meines Erachtens abgeleitet werden, dass sich ganz allmählich das „Klima“ zwischen den großen Institutionen des Finanzsystems anspannt und die Risikoaversion steigt. Die Entwicklung hat insgesamt noch kein kritisches Niveau erreicht, mahnt aber zur Vorsicht.

Nach Chartlage des S&P 500, sowie der dahinter liegenden Volumenstruktur spricht aktuell viel für eine bullische Gegenwehr gegen die Kursverluste seit Mitte September. Ein erstes bullisches Signal im S&P 500 ergibt sich mit der Rückeroberung des Aufwärtskanals aus Oktober 2011 (aktuell Untergrenze bei rund 1910), bei etwa 1900 verläuft gegenwärtig die EMA200. Saisonale Faktoren dürften bullische Avancen ebenfalls stützen.

Aber dann wird es auch schon wieder Zeit an den bekannten Spruch zu denken: „If Santa Claus should fail to call, bears may come to Broad and Wall.“ Wenn Nikolaus zur Rallye ruft und keiner geht hin, dann könnten die Bären Einzug halten...