



S&P 500 vor Zinsschritt im spekulativen Überschwang

Description

Am kommenden Mittwoch wird es aller Voraussicht einen weiteren kleinen Zinsschritt der Fed geben, nach Fed Funds Futures beträgt die Wahrscheinlichkeit hierfür fast 95%. Vor einem Jahr hatten die Aktienmärkte auf die erste Zinserhöhung seit vielen Jahren vergrätzt reagiert. Vor dem jetzigen Zinsschritt der Fed kennt der Index kein Halten.

Transport-Aktien haben seit „Trump“ zum großen Sprung angesetzt – interessanterweise startete diese Bewegung im Dow Jones Transport Index (DJT) sogar zwei Tage vor Bekanntwerden des Ergebnisses der Wahl zum nächsten US-Präsidenten. Bis heute kann der Index auf einen Zugewinn von 16% zurückblicken und hat ein frisches Allzeithoch erreicht. Seit dem Tief im März 2009 ist der DJT übrigens um den Faktor 4,4 gestiegen, der S&P 500 kommt im selben Zeitraum „nur“ auf 3,3.

Am Mittwoch der zurückliegenden Woche nahm der DJT wieder einen großen Schluck aus der Bullenpulle, zeitgleich beendete der S&P 500 die [Pause in seiner Trump-Rally](#) und erreichte ebenfalls ein neues Allzeithoch. Nach Dow-Theorie müssen sich DJT und der Dow Jones Industrial Average (DJI oder „der Dow“) gegenseitig bestätigen, damit eine Bewegung als stabil angesehen werden kann.



Nach **Dow-Theorie** gibt es drei Phasen einer bullischen Episode. Zu Beginn findet eine Bodenbildung statt, in der neues Vertrauen in die geschäftliche Zukunft entsteht. Technisch bewegen sich in dieser Zeit die Aktienkurse in einer großen Spanne seitwärts. Gegen Ende dieser Phase verstärken sich Anzeichen von Akkumulation beim "Smart Money", in Abwärtsimpulsen nimmt das Volumen ab, in Aufwärtsimpulsen zu. Die zweite Phase wird getragen von der Reaktion der Kurse auf bekannt werdende Verbesserungen der Gewinnsituation der Unternehmen. Volumenverlauf und Kurse verhalten sich synchron. In dieser Partizipationsphase springen immer mehr Anleger auf den Kurszug auf. In der dritten Phase wuchert die

Spekulation, Kurse werden v.a. von Hoffnungen und Erwartungen getrieben. Dieser "spekulative Exzess" leitet in die Topp-Bildung über. Für die Übergänge zwischen den einzelnen Phasen typisch ist, dass die Kurse heftig um langfristige gleitende Durchschnitte oszillieren, das Ende der Bodenbildungsphase liegt zudem in der Nähe des 38er Retracements des Impulses vom Tief bis zum Ende der Partizipationsphase.

Übertragen auf die Entwicklung seit 2009 dürfte die Bodenbildung im Herbst 2011 nach einer mehrmonatigen volatilen Seitwärtsbewegung bei rund 1220 im S&P 500 zu Ende gegangen sein. Die Partizipationsphase dürfte demnach Anfang November bei rund 2120 abgeschlossen worden sein ([Chartquelle](#)). Jetzt befinden wir uns also in der Phase des „spekulativen Exzesses“, in der der **Herdentrieb** dominiert. Anleger fragen sich dabei immer weniger, welche Aktien sie selber für kaufenswert halten, es geht immer mehr darum, das zu tun, was andere auch tun – der berühmte „[Beauty Contest](#)“ von Keynes.



Solche wichtigen Etappen im Kursgeschehen werden stets begleitet von wichtigen (finanz-)politischen Entscheidungen. So war es wohl die [Entscheidung der EZB für den ersten LTRO](#), der im Dezember 2011 half, die Bodenbildung abzuschließen. Und die Wahl von Trump vor kurzem half als Schub hinein in Phase drei nach Dow-Theorie. Diese Phase des spekulativen Exzesses ist häufig (wie jetzt auch) begleitet von [steigenden Inflationserwartungen](#). **Zunehmende Teuerung nährt die Illusion**, die Steigerung der Unternehmens- und Kursgewinne sei real – typisch, hier treiben nicht länger v.a. Fakten wie in Phase zwei, sondern Hoffnungen und Erwartungen.

Spekulativer Überschwang darf nicht gleichgesetzt werden mit „kurz“ – als Daumenregel nehmen einige Beobachter an, dass eine solche Phase so lange dauern kann wie eine Bodenbildung, das wären im aktuellen Fall also zweidreiviertel Jahre. Wie auch in der Bodenbildung neigen die Kurse besonders gegen Ende dieser Phase zu erhöhter Volatilität, Kursbewegungen werden zunehmend anfällig gegenüber „Nachrichten“. In der folgenden Phase der Topp-Bildung stützt das Volumen anfänglich noch bei Angriffen auf Widerstände, im weiteren Verlauf kehrt sich das Verhältnis jedoch um, die Bewegungen von Volumen und Kurs werden asynchron. So weit ist es noch nicht...

Wie weit der **spekulative Überschwang** mittlerweile gediehen ist, lässt sich an [folgendem Chart](#) ermesen. Der Wilshire 5000 ist der breitest gefasste Aktienindex der USA, seine Marktkapitalisierung erreicht im Verhältnis zum US-BIP einsame Höhen – so hoch wie im zweiten Quartal 2015 (h/t [Colin Twiggs](#)). Auch die Bewertung des Wilshire 5000 im Verhältnis zu den Unternehmensgewinnen hat beeindruckende Werte erreicht – sie war lediglich zwischen Q1/1998 und Q2/2002 höher. Im Herbst 1998 war die Dotcom-Blase mit Rückenwind der abzusehenden Deregulierung des Bankensystems ([Clinton, dem Bill, sei Dank...](#)) in ihre Endphase getreten (die damalige Partizipationsphase hatte im Herbst 1994 begonnen).



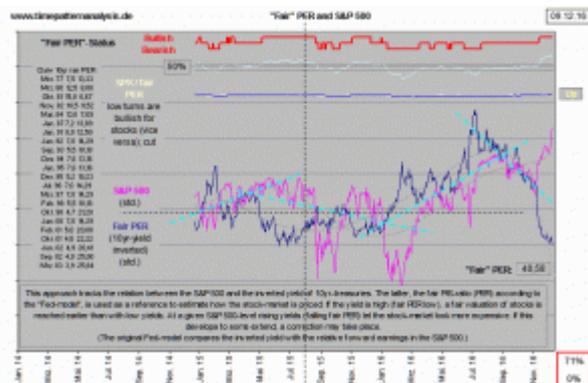
Die Luft für die weitere Entwicklung der Unternehmensgewinne wird im mittlerweile reifen Konjunkturzyklus dünner

. Ich habe [diesen Chart](#) bereits mehrfach gezeigt. Er zeigt die Entwicklung von Lohnkosten (braun) und Gewinnen (blau) jeweils im Verhältnis zur Nettwertschöpfung der Unternehmen. Die Schere zwischen beiden Zeitreihen ist bis Q4/2014 aufgegangen und zeigte damit das Entwicklungspotenzial für die Firmenprofite (aus Sicht der Lohnkosten). Seither geht die Schere aber zu – der Raum für die Gewinnentwicklung nimmt ab.



Die Gewinnentwicklung ist die hauptsächliche Triebkraft für die Aktienkurse, es sieht so aus, als würde es hier zunehmend enger, resp. mit steigenden Kursen die Bewertungen immer noch höher. Potenzial für im Verhältnis zur Wertschöpfung wieder zunehmende Gewinne ergäbe sich durch Investitionen in höhere Produktivität – möglicherweise auch dadurch, dass Auslandsgewinne großer US-Multis mit Trumps Hilfe künftig steuergünstig repatriert werden können. Hier wird sich bald zeigen, ob, bzw. was noch geht.

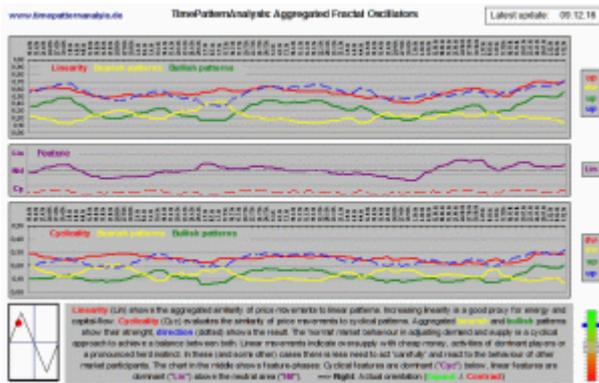
Der Treibstoff für die Aktienkurse kommt aus dem Bond-Bereich. Der folgende Chart zeigt wie extrem die Schere zwischen dem S&P 500 und der invertierten Rendite für zehnjährige US-TNotes (als „Proxy“ für TBond-Kurse) seit Anfang November aufgegangen ist. Der Abstand zwischen ist mittlerweile größer als Mitte Februar, damals war der Kapitalfluss noch in die umgekehrte Richtung gegangen.



Wie der Chart zeigt, kehren die Zeitreihen immer wieder zu Gleichgewichtslinien (türkis) zurück, gleichbedeutend damit, dass Überbewertungen der einen wie der anderen Seite immer wieder abgebaut werden. Wann das wieder sein wird?

Für die Bullen im S&P 500 lockt nun die Oberseite des Aufwärtskanals seit 2009 bei gegenwärtig knapp 2300. Keineswegs unerreichbar, zudem ist der S&P 500 technisch noch nicht so stark überkauft, dass ihm jetzt schon zwingend die Luft ausgehen müsste.

Nach aggregierten **fraktalen Oszillatoren** dominieren seit Mitte Oktober lineare Faktoren das Kursgeschehen (mittlerer Chart), kurz vor „Trump“ gab es hier einen Durchhänger, der danach sofort wieder korrigiert wurde. Die Dominanz linearer Faktoren ist ein guter „Proxy“ für Kapitalfluss in Assets. Es besteht noch etwas Potenzial für die Entwicklung bullischer Muster (grün im oberen Chart), wie der Abstand zur Linearität (rot) zeigt. Das ist gleichbedeutend mit höherer Wahrscheinlichkeit von steigenden Kursen.



Die Fed-Sitzung am kommenden Mittwoch hat dennoch das Zeug, nach der Devise „Sell the news“ die nächste Konsolidierung einzuleiten, möglicherweise auch einen schärferen Rücksetzer. Konträr dazu dürften TBonds dann wieder gesucht sein, vermutlich gibt dann auch der Dollar-Index wieder deutlicher ab.

Und was ist mit Gold? Gold befindet sich mit einem Schlusskurs vom gestrigen Freitag bei 1160 an einem kritischen Punkt. Im Bereich von 1170 liegt sich eine wichtige Unterstützung, [wie hier bereits angesprochen](#). Sie wurde seit Tagen getestet, das Edelmetall hat es bis jetzt nicht geschafft, sich von diesem Pegel abzuheben – im Gegenteil. Die Kellertür steht offen...

Euro/Dollar sieht ähnlich kritisch aus. Das Währungspaar hatte bis zum [vergangenen Donnerstag und hier bis in die laufende EZB-Presskonferenz](#) hinein noch Stärke aufbauen können. Dann stellte EZB-Draghi klar, dass der Beschluss, das laufende QE-Programm zu verlängern, jedoch die monatlichen Raten zu reduzieren, kein Ausschleichen dieser Maßnahme darstellt. Im Gegenteil, man würde jederzeit die Raten wieder erhöhen, wenn das notwendig ist. Was immer „notwendig“ heißt – vielleicht wenn „Populisten“ in einem Land der Eurozone die politische Oberhand gewinnen, wer weiß? Als Draghi das sagte, drehte Euro/Dollar nach unten ab, offenbar wurde das als Signal genommen, neue Carry-Trades zu aktivieren – Kredite werden in Euro zu null Prozent aufgenommen und dann ins Ausland transferiert. Mittlerweile nähert sich das Währungspaar wieder dem zuletzt erreichten Tief bei 1,0554 an und liegt damit auch wieder unter der Aufwärtslinie aus 1985.



Wenn ich eine Wette abgeben soll: (US-)Aktien legen bis zur Fed-Sitzung noch zu, schließlich ist die obere Grenze des Aufwärtskanals im S&P 500 zum Greifen nahe. Dementsprechend lassen TBonds noch weitere Federn, die zehnjährige Rendite steigt auf neue Jahreshochs. Möglicherweise kann sich Gold zusammen mit Euro/Dollar gerade noch halten, bevor es charttechnisch allzu „finster“ für beide wird. Die erwartete Entscheidung der Fed könnte das Signal für einen Rücksetzer bei Aktien werden. So lange dabei 2213 (oder auch 2190) im S&P 500 respektiert wird, dürfte das aber relativ zügig neue Käufer anlocken – frohe Weihnachten.

Der S&P 500 ist mittlerweile im Stadium der spekulativen Übertreibung angekommen, nach Dow-Theorie die dritte Phase in einem Bull-Run. TBonds werden verkauft, um Kapital in Aktien umzuschichten. Gold ist nicht gefragt – schließlich ist ja alles "wunderbar". Und Inflation ist



zunächst einmal erwünscht, schafft sie doch in einem weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus die Illusion steigender Gewinne. Im Angesicht des nächsten Zinsschritts der Fed werden billige neue Carry-Trade-Kredite in Euro eingegangen, das drückt das Währungspaar Euro/Dollar wieder unter eine langfristige Aufwärtlinie.