

Finanz-Märkte – das große Bild

Description

In der zurückliegenden Woche hatte es den größten Tagesrücksetzer im S&P 500 seit der Wahl Trumps zum US-Präsidenten gegeben. Die $-1,2\%$ wurden sogleich von Warnungen in den Medien begleitet. Eine Umfrage von BofA Merrill Lynch unter 200 Fondmanagern hat ergeben, dass ein Drittel von ihnen Aktien für überbewertet halten. Das ist zwar der höchste Wert seit 17 Jahren, gleichzeitig liegen ihre Investitionsquoten bei Aktien aber auf zwei-Jahres-Hoch, bei Bonds auf drei-Jahres-Tief.

Ein weiteres Zeichen für den großen Optimismus der Fondsmanager ist, dass zwei Drittel von ihnen glauben, dass Aktien erst dann unter die Räder kommen, wenn die Renditen von zehnjährigen US-Staatsanleihen über $3,5\%$ steigen, aktuell sind es $2,4\%$. Zusätzlich stellt eine Umfrage von Investors Intelligence den höchsten Optimismus bei Aktienanlegern seit 30 Jahren fest.

Optimismus ist das eine, andererseits wird die Marktlage durchaus kritisch gesehen. Außerdem scheint die Investitionsquote noch ausbaufähig. Eine brisante Mischung, (noch) keine Milchmädchenhaussie. Denn was bisher an medialer Begleitmusik fast völlig fehlt, ist die Argumentation, dieses Mal sei alles anders und die Überbewertung sei in Wirklichkeit gar keine. (Zur Bewertung im S&P 500 siehe [hier!](#))

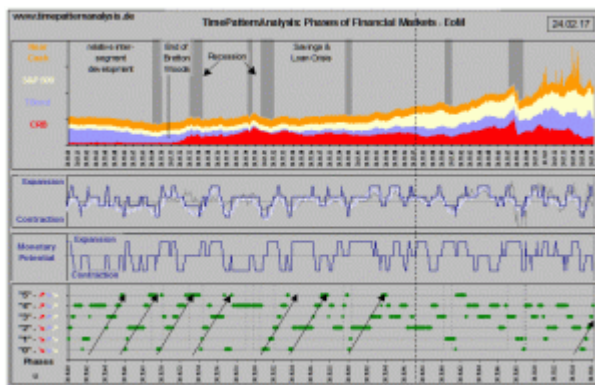
Die Republikaner haben die Gesetzesvorlage für die Rückabwicklung von „Obamacare“ zurückgezogen. Sie haben zwar im Kongress die Mehrheit, aber einigen Republikanern ging der Vorstoß nicht weit genug, anderen ging er zu weit. Damit wird zunächst einmal klar, dass Trump nicht nach Belieben schalten und walten kann. Einige Beobachter sehen das als schlechtes Vorzeichen für die weiteren [Trumponomics](#)-Vorhaben, andere wiederum glauben genau das Gegenteil. Ihrer Meinung nach haben die angestrebte Steuerreform und die Deregulierung des Finanzsektors nun sogar bessere Aussichten, schnell durchzukommen.

Die jüngste Kursreaktion im S&P 500 wirkt sehr genau abgezurkt – momentan werden die Oberseite eines Aufwärtskanals aus 2009 getestet (braune Linie) und eine Aufwärtlinie vom Tief im Februar 2016 (grün) getestet ([Chartquelle](#)).



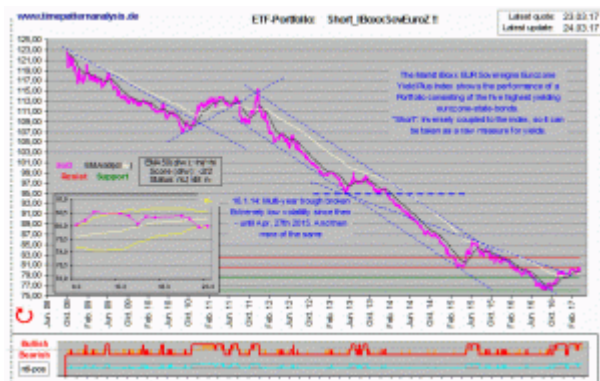
Andere Indices auf der Welt haben gegenüber US-Aktien Nachholbedarf. Das gilt etwa auch für europäische Aktien, deren Bewertung noch nicht so elaboriert ist. Billig sind sie aber auch nicht und wenn amerikanische Aktien den Löffel abgeben sollten, werden sie sich nicht zieren und eher überreagieren. Aber so weit ist es noch nicht. Die nach Dow-Theorie im November bei gut 2120 gestartete Phase des spekulativen Exzesses dürfte übergeordnet noch nicht vorbei sein.

Es gibt eine Liquidität, aber viele alternative Anlagemöglichkeiten. Für ein „Großbild“ der Finanzmärkte ist eine Intermarket-Analyse hilfreich. Murphy unterscheidet die Segmente Bonds, Aktien und Rohstoffe. In einer zyklischen Rotation durch diese Segmente toppen zuerst Bonds (Phase 3), dann folgen Aktien (Phase 4), dann Rohstoffe (Phase 5) (Anmerkung: Murphy bezeichnet die Phase 0 mit „6“). Diese Abfolge war vor Mitte der 1990er Jahre gut erkennbar (siehe die schwarzen Pfeile im unteren Chart), danach kam sie allerdings etwas durcheinander. Nach 20 Jahren verdichten sich jetzt die Anzeichen für eine Normalisierung (rechter Rand im unteren Chart).



Angeführt durch die Zinspolitik der Fed steigen die Zinsen weltweit. Im Juli 2016 haben die US-Bond-Renditen ein Tief erreicht, 30-jährige US-TBonds notierten damals bei rund 2,2%, aktuell liegen sie um die drei Prozent. Die 10-jährigen US-TNotes rentieren mit rund 2,4% aktuell an einer wichtigen Abwärtslinie, bei 3% dürfte ein charttechnisch wichtiger Pegel liegen. Auch in der Eurozone steigen die Zinsen, die Rendite-Differenz bei zwischen amerikanischen und deutschen Papieren mit 10-jähriger Laufzeit ist mit gut 2% so hoch wie in den zurückliegenden zwanzig Jahren nicht – normal ist die Hälfte bis ein Viertel. Hieraus ergibt sich genauso Anpassungsdruck wie seitens der wieder etwas stabileren Inflationsraten.

Der iBoxx Sovereigns Eurozone total Return Index von Markit zeigt die Performance eines Portfolios mit den fünf höchst rentierlichen Eurozonen-Staatsanleihen. Im nachfolgenden Chart wird die „Short“-Version dargestellt, die man als Proxy für den Renditeverlauf ansehen kann. Das Tief wurde im dritten Quartal 2016 erreicht, heute steht ein auf den Index bezogener ETF 5,2% höher.



Damit dürfte tatsächlich das Zinstief hinter uns liegen. [Dr. Hüfner, assenagon, verweist darauf](#), dass die Zinsen nach gängigen Modellen in diesem Jahr noch um 1,5% steigen müssten.

Nach Murphy toppen damit als nächstes Aktien aus. Wann das geschieht hängt auch davon ab, ob die Zinsbewegung geordnet und langsam verläuft oder ob es zu einem Blutbad am Bond-Markt kommt. Angesichts der nach wie vor schwachen Wirtschaftsentwicklung wird insbesondere die EZB so etwas mit allen Mitteln verhindern wollen. Das dürften Bond-Anleger goutieren, was wiederum zunächst einmal erwarten lässt, dass die Anpassung „friedlich“ verläuft.

Für gegenwärtig geringen Stress im Finanzsystem und damit eine geringere Wahrscheinlichkeit eines solchen Blutbads sprechen auch die niedrigen Rendite-Spreads. So liegt der [Spread zwischen Baa-gerateten Bonds und zehnjährigen Staatsanleihen in den USA](#) bei 2,2%. [Der für High-Yield-Anleihen](#) kommt gegenwärtig auf gut vier Prozent, auch hier wie zuletzt etwa Mitte 2014. Bei rund fünf Prozent würde ich da einen Warnpegel sehen, bei rund sieben Prozent sehe ich „Alarm“ wie zuletzt im Februar 2016.



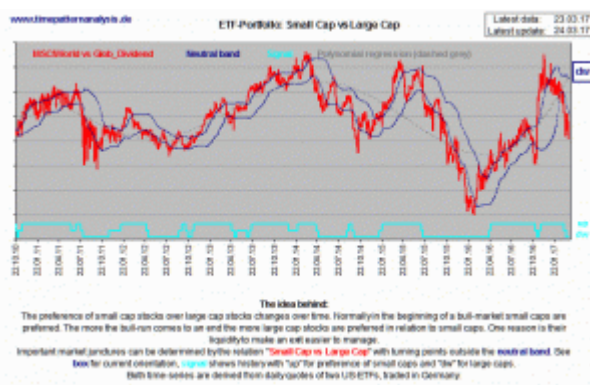
Auch von der Liquiditätsseite her spricht einiges für weiterhin schönes Wetter an den Finanzmärkten. Der [Ted-Spread](#) (Differenz zwischen dem Dreimonats-Libor und der Rendite für 13-wöchige US-TBills (IRX)) ist ein Maß für Liquiditätsbewegungen. Mit zunehmender Liquidität der Banken steigt das Angebot 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 „risikolose“ 13-wöchige TBills („Parkplatz“) um. Der auch als Maß für Risiko von Unternehmens-Krediten interpretierbare TED-Spread steigt zwar seit Mitte 2014 an, verläuft zurzeit aber eher flach bei gut 0,5%. Damit reflektiert er auch die zunehmende Inflation. Einen kritischen Pegel sehe ich bei einem Prozent. Bis dahin ist noch ein gutes Stück.

Aus den Parametern im Bond-Markt wäre mithin abzuleiten, dass für Aktien ein Topp noch nicht erreicht scheint. Es herrscht nach wie vor großer Optimismus hinsichtlich der stimulierenden Kräfte der Trumponomics, die den den geplanten Infrastrukturprojekten, der Steuerreform und der Deregulierung zugeschrieben werden. Zudem wird die Inflation gegenwärtig als Stimulans und die Fed als Zinstau angesehen, die diese noch eine zeitlang eher begrüßen wird. Das alles hebt Aktienkurse und drückt Bond-Preise. Gleichzeitig sorgt das innerhalb von Aktien für eine Bevorzugung zyklischer Sektoren, während

zinsensitive Werte hinterherlaufen.

Zu den Aktien-Lieblingen zählen in solchen Situationen auch Small Caps. Ihnen misst man in einer konjunkturellen Belebung überdurchschnittliches Potenzial zu. Zugleich ist dann ihre geringe Liquidität kein Nachteil, weil genügend Kapital an die Börsen strömt. Das verkehrt sich ins Gegenteil, wenn der Geldstrom schwächer wird, bzw. die erwartete konjunkturelle Belebung stockt. Dann werden liquidere Large Caps bevorzugt, die besser zu verkaufen sind.

Der folgende Chart zeigt die relative Performance zwischen Small und Large Caps anhand von zwei ETFs auf US-Unternehmen. Hier zeigen sich Brüche. Seit Ende Februar ist die seit November vorherrschende Outperformance von Small Caps nach einem Topp im Januar dahin. (Blick zurück: Mitte 2015 gab es den jüngsten nachhaltigen Einbruch in der Preisbeziehung beider ETFs, Ende August folgte damals ein scharfer Einbruch am Aktienmarkt. Anfang Februar 2016 wiederum war die maximale (relative) Outperformance von Large Caps erreicht, zeitgleich zum damaligen Boden bei Aktien.)



Dies deutet darauf hin, dass unter der Decke nun zunächst eine vorsichtiger Gangart Einzug gehalten hat. Aus der Dynamik dieser Entwicklung ist abzuleiten, dass dies noch anhalten dürfte. Mithin dürfte auch die Volatilität insgesamt erhöht bleiben. Der VIX notiert seit einigen Tagen über seiner EMA50.

Rohstoffe sind das dritte Segment in der Intermarket-Betrachtung von Murphy. Die erste Phase steigender Rohstoff-Preise galt in der Vergangenheit stets als gutes Zeichen für die Verfassung der Wirtschaft. Im Frühjahr 2016 haben die Ölpreise einen Boden ausgebildet, auch der Kupferpreis markierte da ein Ende der Abwärtsentwicklung seit 2011 (siehe z.B. [hier!](#)). Dem folgten auch andere Industriemetalle. Aktien profitieren von solchen Signalen, ihre Kurse steigen in der dritten Murphy-Phase zusammen mit Bondpreisen. Dann findet eine Rotation aus Bonds statt, Aktien und Rohstoffe steigen weiter. In dieser Phase vier dürften wir uns seit einem halbem Jahr befinden.

Irgendwann kommt es zu dem Punkt, an dem die Inflation, angetrieben auch durch die Entwicklung der Rohstoffpreise, an Dynamik gewinnt und die Fed sich gezwungen sieht, mit aggressiven Zinsschritten gegenzusteuern. Das wäre dann der Punkt, an dem Aktien ihren Gipfel erreichen und eine Rotation in Rohstoffe folgt. Da sind wir noch nicht, die Fed ist noch einige Zeit dabei, die Inflation willkommen zu heißen.

In den zurückliegenden 40 Jahren ging jeder Rezession ein Spike bei den Ölpreisen voraus. Wegen der zentralen Bedeutung dieses Rohstoffs geht von ihm eine besonders starke Inflationswirkung aus, weswegen die Fed mit ihrer Geldpolitik hierauf besonders sensibel reagiert. Bis dahin ist noch ein Stück des Weges. Der Preis für WTI Crude Oil bewegt sich aktuell in einer Seitwärtsphase zwischen 43 und 54 Dollar. Oberhalb von etwa 55 Dollar arbeiten nicht-konventionelle Ölförderer (Fracking usw) rentabel. Meiner Meinung nach würde die Fed erst oberhalb von 70 Dollar aus dem Ölpreisverlauf heraus Konsequenzen für eine aggressivere Gangart ziehen ([Chartquelle](#)).



[Unter Verwendung von Material aus "[John Murphy on Intermarket Analysis and the Sequence of Market Peaks](#)"]

Aus einer Intermarket-Analyse lässt sich ableiten, dass wir uns gegenwärtig in einer Phase steigender Zinsen, steigender Aktienkurse und steigender Rohstoffpreise befinden. Der Stress im alles entscheidenden Bond-Markt ist relativ gering, die Ölpreise sind weit davor, einen Peak zu bilden. Das sind übergeordnet günstige Rahmenbedingungen für einen Fortgang der Phase des spekulativen Exzesses bei Aktien. Gegenwärtig mehren sich allerdings Anzeichen für eine vorsichtigeren Gangart.