

## Der alte Bulle

### Description

Der gegenwärtige Bull-Run bei Aktien gehört zu den längsten in der Geschichte. Zwar heißt es, ein Aktien-Bulle sterbe nicht an Altersschwäche, aber je länger irgendeine Phase in einem zyklischen Geschehen anhält, je höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass sie zu Ende geht.

Aktienkurse werden getrieben von der Erwartung von Kursgewinnen. Man kauft Aktien und rechnet damit, dass sie teurer werden. Damit das eintritt, sind zwei Bedingungen erforderlich. Die eine besteht darin, dass potenzielle Käufer freie Geldmittel haben, die andere besteht darin, dass es für die Erwartung steigender Kurse irgendeinen Katalysator gibt. Man kann auch sagen, die erste Bedingung ist die notwendige, die zweite die hinreichende.

In die Antwort auf die Frage des Katalysators gehen eine Vielzahl von Faktoren ein. Die Faktoren für Aktienerträge im Zeitraum von einem Jahr sind kaum beschreibbar. Das relativ beste, aber immer noch unzureichende Ergebnis wird auf Basis von Dividendenrendite und Trend des realen Gewinnwachstums erreicht. In längeren Zeiträumen hat das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) einen relativ hohen „Erklärungswert“, aber auch hierbei bleiben noch rund 60% der zeitlichen Änderungen bei den Aktienerträgen unerklärt (siehe [hier!](#)).

In die Entwicklung des KGV geht (u.a.) die realwirtschaftliche Entwicklung ein. Der Besitz von Aktien begründet einen Anspruch auf einen Strom künftiger Unternehmensgewinne, die auf den heutigen Tag diskontiert werden. In Zeiten schlechter wirtschaftlicher Entwicklung führen steigende Risikoaversion und Kapitalkosten zu einem Risikoaufschlag bei Aktien. Das treibt den Satz zur Diskontierung künftiger Aktienerträge hoch und belastet die Aktienkurse. So sind niedrige Bewertungen (kleines KGV) konsistent mit hohen Ertragsersparungen, und umgekehrt.

In der aktuellen Situation der zum Jahresende 2017 verabschiedeten Steuerreform ist wichtig, dass im Kontext zu repatriierender Gewinne verstärkte Aktienrückkäufe erwartet werden, die das KGV tendenziell drücken, weil die Zahl umlaufender Aktien sinkt und demzufolge der auf die einzelne Aktien entfallende Gewinn steigt. Für das Gesamtjahr 2018 wird die Wirkung der Steuerreform mit einer Gewinnsteigerung von 9% beziffert. Das und die Erwartung von Aktienrückkäufen dürfte aktuell ein kursstabilisierendes Moment sein.

Alles in allem bleibt bei der Frage nach der hinreichenden Bedingung für die längerfristige Entwicklung von Aktienkursen viel Raum für „un-wirtschaftliche“ Faktoren. Anleger treffen Entscheidungen, die auf

zurückliegenden Erträgen oder Aussagen von als kompetent angesehenen Instanzen beruhen. Folgen dann steigende Erträge, löst das eine positive Rückkopplung aus, weitere Anleger steigen ein. Aus diesem [Keynesschen Beauty Contest](#) (Herdentrieb) entwickeln sich spekulative Blasen. Die Preise von Aktien steigen für einige Zeit über ihren Wert (über ihren Gewinnrendetrend), kehren übergeordnet aber wieder zu ihrem fairen, mit Gewinnen konsistenten Wert zurück. Die auf zeitweilige, verhaltensbedingte Fehlfunktion der Preisbildung zurückgehende Überbewertung führt zu der Erwartung einer Kurskorrektur, was zu einer temporären Unterbewertung führt. Das trägt zur Zyklizität niedrigerer oder höherer Aktienrenditen bei. Siehe auch [hier](#) und [hier](#)!

Im Verlauf der Entwicklung eines Bull-Runs unterscheidet die Dow-Theorie drei Phasen. Primär-Trends bestehen aus drei Phasen. In der Bodenbildung entsteht neues Vertrauen in die geschäftliche Zukunft, clevere Anleger steigen ein (Akkumulationsphase). Die zweite Phase wird getragen von der Reaktion der Kurse auf bekannt werdende Verbesserungen der Gewinnsituation der Unternehmen. 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. In diesem "spekulativen Exzess" steigen immer mehr uninformierte Anleger ein. Das "Smart Money" der ersten Stunde verkauft hingegen nach und nach (Distributionsphase). Nach meiner Meinung befinden uns seit der Wahl Trumps in der dritten Dow-Phase. Demzufolge sind nun verhaltenspsychologische Faktoren von besonderer Bedeutung.

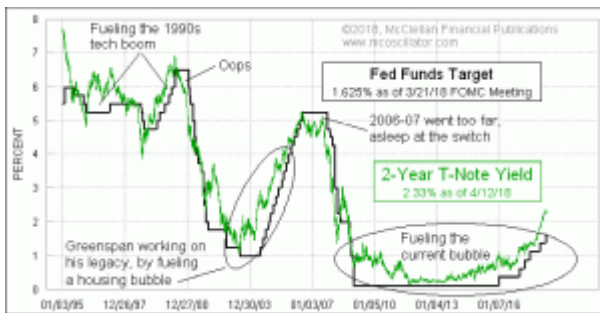
Jetzt zur Frage der notwendigen Bedingung für einen Bull-Run, den freien Geldmitteln. Die Notenbanken haben nach 2008 die Geldschleusen aufgerissen. Diese Inflation im Finanzsektor hat die Assetpreise hoch getrieben. In der Spitze hat die Fed ihre Bilanz bis auf rund 4,25 Bill. Dollar verlängert, den Turbo hatte sie 2014 eingeschaltet, als sie für bis zu 85 Mrd. Dollar pro Monat Anleihen gekauft hat. Im Oktober 2017 hat sie begonnen, ihre Bilanz zu verkürzen – im laufenden zweiten Quartal um monatlich 30 Mrd. Dollar, im dritten Quartal steigt der Betrag auf 40 Mrd. Dollar. Die Bilanzverkürzung der Fed hat Auswirkungen auf den Verlauf der Geldmenge M0, die aktuell bei 3,8 Bill. Dollar liegt und mit einer Jahresrate von 1,44% sinkt.

Der Zusammenhang zwischen Bilanzbewegungen der Fed und Aktienkursen war vor dem offenen Ausbruch der Finanzkrise 2008 sehr deutlich. Damals hat die Fed in sehr kurzer Zeit heftig reagiert, indem sie ihre Bestände an Treasuries und MBS ab Ende 2007 innerhalb von sechs Monaten halbierte. In derselben Zeit hat der S&P 500 mehr als 10% verloren. Aktuell ist der Pfad des „Quantitative Tightening“ (QT) demgegenüber sehr zahn (und bleibt es auch noch einige Zeit), wie der folgende Chart zeigt ([Chartquelle](#)).

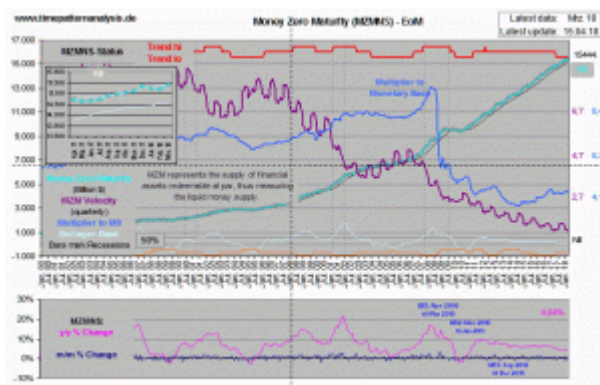


[Tom McClellan](#) stellt in seinem aktuellen Newsletter bei der Frage der Liquiditätsentwicklung auf das Verhältnis zwischen Leitzinsen und der Rendite der 2-jährigen TNotes ab. Dieser wird eine vorläufige Indikation für die Entwicklung der Leitzinsen zugeschrieben. Phasen, in denen die TNote-Rendite über dem Leitzinsniveau liegt (und steigt), gelten als geldpolitisch stimulatив – und umgekehrt. Demnach befinden wir uns in einer Marktsituation, in der die Finanzakteure offenbar wenig Veranlassung sehen, ihre freien Mittel in Staatsanleihen zu investieren. Das deutet darauf hin, dass aus den gegenwärtigen Vermögenspreis-

Blasen noch nicht unmittelbar Luft herausgelassen wird ([Chartquelle](#)).



Die Geldmenge MZM misst die Menge an liquiden Finanz-Assets. Bei einem Betrag von nahezu 15,5 Bill. Dollar steigt sie gegenwärtig mit jährlich 4,04% in etwa so stark wie das nominale BIP. Seit Mitte 2017 nehmen die Zuwachsraten konsistent ab, die Entwicklung liegt unter dem mittelfristigen Trend. Bedeutsam ist das Verhältnis von MZM zur Geldmenge M0, weil es einen Hinweis darauf gibt, wie das Basisgeld verwendet wird. Beschleunigt sich die Zunahme des MZM („Trend Hi“), erst recht mit steigendem Multiplikator, zeigt das Liquiditätspräferenz an – liquide Mittel werden dann vorzugsweise nicht investiert, bzw. sogar ausgebaut durch Verkauf anderer Assets. So geschehen jeweils vor den beiden jüngsten Rezession. Die aktuelle Entwicklung bei MZM lässt (noch) keine ausgeprägte Liquiditätspräferenz erkennen, was umgekehrt bedeutet, dass die Preise an den Asset-Märkten von dieser Seite her (noch) nicht belastet werden.



Aus kurzfristiger Sicht zeigt der TED-Spread Liquiditätsbewegungen, die Differenz zwischen dem Dreimonats-Libor auf Dollar-Basis und der Rendite für 13-wöchige US-TBills (IRX). Mit zunehmender Liquidität der Banken steigt das Angebot am Geldmarkt, der Spread sinkt. Wenn umgekehrt Banken der weiteren Entwicklung im Bankensystem misstrauen, verkaufen sie Assets und sichten in TBills (kurzfristiger „Parkplatz“) um – der Rückgang der Liquidität führt zu einem steigenden Spread. Der TED-Spread kann auch als Indikator für Kreditrisiko interpretiert werden. TBills gelten als risikolos, die Entwicklung der Eurodollar-Futures kann als Reflex auf die Kredit-Ratings von Unternehmen angesehen werden. Beim Verlauf des TED-Spread ([Chartquelle](#)) würde ich einen Warnpegel bei 0,5% sehen – der ist erreicht. „Alarm“ wäre bei 0,8%.



Aktuell scheint von Seiten der Liquiditätsversorgung also noch keine unmittelbare Gefahr dafür zu bestehen, dass die Assetpreis-Blasen platzen. Die Liquiditätsversorgung stellt sich aber auch nicht mehr als besonders üppig dar. Der S&P 500 hat im ersten Quartal heftig abwärts korrigiert – ob das in direktem Zusammenhang mit „QT“ steht? Wenn das so sein sollte, so ist das aus meiner Sicht angesichts des bisher geringen Ausmasses der Bilanzverkürzung eine Überreaktion. Oder ist es ein Vorbeben bezogen auf das, was kommen kann, wenn QT wirklich Formen annimmt? Kurzfristig warnt der Verlauf des TED-Spread vor Risikoaversion, bzw. steigendem Kreditrisiko. Das muss man beobachten.

Zum Schluss ein Blick auf den S&P 500. Er konnte die zurückliegende Woche mit einem Gewinn von zwei Prozent beschließen. Der VIX, Angstmesser an Wall Street, schloss zum ersten Mal seit Mitte März unter der EMA50, ein bullischer Mosaikstein. Die Aufwärtsbewegung im S&P 500 ist aus meiner Sicht von ziemlicher Unsicherheit geprägt, er notiert jetzt knapp unter seiner EMA50. Schafft er den Sprung darüber, wäre das ein Zeichen, dass die Bullen Tritt fassen ([Chartquelle](#)).



Die nächste wichtige Bewährungsprobe für die Bullen wäre dann die Abwärtslinie vom ATH aus Ende Januar. Wenn die Richtung der EMA50 wieder aufwärts tendiert, wäre vorerst auch die Gefahr eines „Death cross“ vom Tisch, die gegenwärtig von einigen heraufbeschworen wird. Ohnehin ist der Abstand zwischen der EMA50 und der EMA200 mit gut 80 Punkten „komfortabel“. Noch allerdings ist auch die Möglichkeit einer Bullenfalle gegeben mit der Aussicht, dass die laufende Korrektur bis (mindestens) zum 50er Retracement des Auswärtsimpulses seit der Wahl von Trump (= Beginn der dritten Phase im Bull-Run nach Dow-Theorie) bei rund 2480 geht.

Man sollte auch immer wieder bedenken, dass die großen Akteure im Lauf des Bull-Runs seit 2009 eine Menge an Aktienmaterial angesammelt haben. Wenn sie zu der Erkenntnis gelangen, dass übergeordnet größere Kursgewinne nicht mehr zu erwarten sind, werden sie versuchen, ihr Material kursschonend an die breite Anlegerschle zu verteilen. Dazu gehört, von Zeit zu Zeit mit medialer Hilfe „alles wird gut“ zu inszenieren und die Kurse anzutreiben, um Gierige in Aktien zu locken.

Ich kann der Überlegung von Tom McClellan einiges abgewinnen, der erwartet, dass die Fed irgendwann im Sommer erkennt, dass ihr QT zu einem großen Liquiditätsproblem führt und sie dann ihren Kurs der Bilanzverkürzung abmildert oder aufgibt. Zu dieser Erkenntnis könnte sie durch einen gravierenden Selloff bei Aktien getrieben werden, vermutet McClellan. Das wiederum sollte dann zu einem gewaltigen Rebound zum Jahresende hin führen. Er scheint damit zu vermuten, dass sich die Episode von 2007 wiederholt, insbesondere die der zweiten Hälfte jenes Jahres.

Von Seiten der Liquidität deutet aktuell noch wenig darauf hin, dass Assetpreis-Blasen platzen. Die Versorgung mit liquiden Mitteln ist nicht knapp, zudem liegt keine ausgeprägte Liquiditätspräferenz vor. Wenn das "Quantitative Tightening" der Fed jedoch deutlich zunimmt, dürfte sich das Bild der Liquiditätsversorgung eintrüben. Als Folge der US-Steuerreform steigende Unternehmensgewinne und die Erwartung von Aktienrückkäufen lassen andererseits auf sinkende KGVs wetten und wirken so zumindest kursstabilisierend.