

S&P 500 – von ATH zu ATH

Description

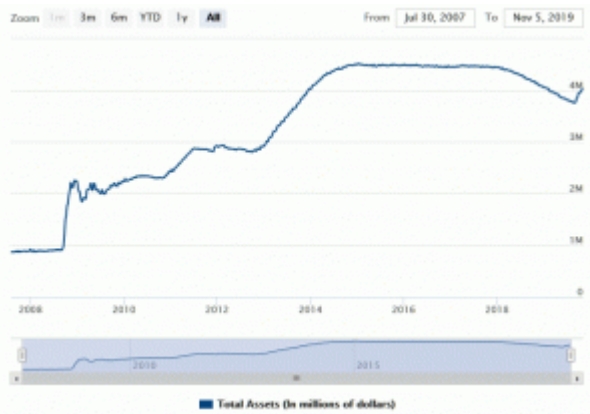
Der S&P 500 eilt von Rekord zu Rekord. Die Preise laufen den Werten davon, selten haben Akteure für erwartete Unternehmensgewinne mehr gezahlt als heute. Das stört diese nicht weiter, Spekulanten vertrauen im entwickelten [Herdentrieb](#) auf die „Greater Fool“-Theorie. Also darauf, dass sie schon rechtzeitig einen Dummen finden, dem sie ihr Material aufdrücken können, um aus heißer Luft reale Gewinne zu machen. Klappt nicht immer...

Die Entkopplung der Entwicklung der Aktienkurse von den Unternehmensgewinnen kann zwar wie jeder soziale Trend länger anhalten als man vernünftigerweise annehmen sollte. Aber dennoch ist es nur eine Frage der Zeit, bis Akteure an den Finanzmärkten realisieren, dass die Preise der Unternehmen sich zu weit von ihren Werten entfernt haben.

Hinzu kommt, Gewinnmargen sind wahrscheinlich die Zeitreihe in der Wirtschaft, die am stärksten um einen Mittelwert herum oszilliert. Je profitabler Firmen arbeiten, je eher tritt Konkurrenz auf den Plan und ebnet Extraprofite wieder ein. Das ist das Grundprinzip des Kapitalismus. Normalerweise...

Die Fed arbeitet gerade wieder daran, dieses Grundprinzip auszuhebeln. Mit dem ehemaligen Fed-Chef Greenspan begann Ende der 1980er Jahre eine Ära in der Zentralbankpolitik, als mit billigem Geld in der Krise systematisch verhindert wurde, dass große marode Firmen pleite gingen. Jetzt scheint eine neue Phase zu beginnen – der Geldhahn wird schon vor einer Krise aufgerissen.

Nicht nur, dass die Fed zum dritten Mal in diesem Jahr die Leitzinsen gesenkt hat, sie hat auch begonnen, ihre Bilanz wieder auszuweiten. Ende August hatte diese noch bei 3,76 Bill. Dollar gelegen, aktuell notiert sie bei fast 4,04 Bill. Dollar ([Chartquelle](#)).



Wie das? Die Fed hatte Friktionen im Geldmarkt im September zum Anlass genommen, künftig kurzfristige Schatzwechsel, sogenannte TBills, zu kaufen (siehe [hier!](#)). Der formale Unterschied zu früheren QE-Programmen (QE1 bis QE3 – quantitative easing, bzw. mengenmäßige Lockerung) ist, dass keine langfristigen Schuldscheine des Staates erworben werden. Ausdrücklich heißt es auch, dass es (angeblich) nicht um einen strategischen Plan geht, es soll lediglich „technisch“ sicher gestellt werden, dass ausreichend Liquidität vorhanden ist.

Wie man es auch immer nennt, das Ergebnis ist ähnlich. Der Staat gibt kurzfristige Schuldscheine aus, die landen über einen kleinen Umweg bei der Fed. Das Finanzministerium verfügt im Gegenzug über neu geschaffene Geldmittel, mit denen je nach Belieben Straßen oder Waffen gebaut, Transferleistungen oder Subventionen gezahlt werden können und... usw. Zusätzlich werden nach Beendigung des Vorhabens der Bilanzverkürzung fällig werdende Treasurys im Bestand der Fed wieder reinvestiert. TBill-Operationen, wie auch die Reinvestition länger laufender Treasurys, vermehren die Liquidität, vielleicht mit dem Unterschied, dass erstere eher in der Real-Wirtschaft, letztere eher im Finanzsystem der USA wirken.

Die früheren QE-Programme, insbesondere QE1 und QE2 gab es zu Zeiten, als Aktien unterbewertet waren und nur wenige sie haben wollten. Heute aber ist die Cash-Quote bei den Akteuren am Aktienmarkt so niedrig wie 1999, nicht weit weg von den Tiefs der zurückliegenden drei Dekaden in den Jahren 1998, 2000 und 2018.

Nach Maßgabe aller möglichen Bewertungsmethoden für Aktien ergab sich schon Ende Juli eine massive Überbewertung ([Chartquelle](#)):

S&P 500 Valuations		
Factors	Most Recent Value	Historical Percentile
Margin-Adjusted P/E (MAPE)	46.0	99%
Median EV to Sales (Ex-Financials)	3.1	99%
US Total Market Cap to GDP	144%	99%
EV to Free Cash Flow Margin-Adjusted (Ex-Financials)	41.1	98%
Median Price to Sales	2.6	97%
Cyclically Adjusted P/E (CAPE)	33.2	96%
Median Price to Book	3.4	96%
Median EV to EBITDA (Ex-Financials)	12.6	94%

Source: Bloomberg, Yale/Robert Shiller, John Hussman *Numbers as of July of 2019 ©2019 Great Capital LLC

Den Verlauf der Allokationsquote zeigt das folgende Bild ([Chartquelle](#)):



Die Akteure an den Finanzmärkten hören weiterhin bei jedem Gezwitzcher hinsichtlich des Fortgangs der Kompromiss-Bemühungen im Handelsstreits das Gras wachsen. Dabei hat die Trump-Administration längst begonnen, den Schwanz einzuziehen (siehe u.a. [hier!](#)). Es geht nur noch um eine „Phase-1“, eine Mini-Vereinbarung, die vorsieht, gegenseitig erhobene Strafzölle zurückzuziehen. Wie umfangreich dieser Teil wird, muss sich noch zeigen; das ist aber von geringerer Bedeutung.

Wirtschaftlich langfristig relevant waren diese Zölle ohnehin kaum – gilt es doch als „schmutziges Geheimnis“ unter Volkswirten (wie hier schon mehrfach angemerkt, siehe etwa [hier!](#)), dass sich die Auswirkung solcher Zölle vorübergehend lediglich in einem Bereich von unter einem halben Prozent des BIP bewegt. Im Zeitalter einer eng verflochtenen internationalen Arbeitsteilung ist die Destabilisierung durch reißende Lieferketten eine viel größere Gefahr – das ist das eigentliche Risikopotenzial in einem eskalierenden Handelsstreit.

Während also die Akteure an den Finanzmärkten und/oder deren mediale Begleitung in einer Mücke einen Elefanten sehen, hat die Fed ihren Fokus längst verschoben. Zusätzliche Liquidität soll dieselbe Wirkung entfalten wie die QE-Programme früherer Jahre – siehe hier ([Chartquelle](#)):

Equity Indices - Forecasted Annualized Returns Based on PRIOR QE								Equity Factors	
Large Cap	Large Cap	Large Cap	Large Cap	Mid Cap	Small Cap	Small Cap	All Equity	Growth	Value
(New Jones)	S&P 500	Nasdaq	S&P 100	S&P 400	S&P 600	Russell 2k			
Forecasted Q1 &	3.30%	3.95%	3.94%	4.67%	3.27%	3.52%	3.10%	3.57%	3.93%

S&P Equity Sector Returns - Forecasted Annualized Returns Based on PRIOR QE									
Staples	Utilities	Financials	Industrials	Energy	Health Care	Consumer	Technology	Real Estate	Materials
Forecasted Q1 &	0.85%	1.55%	3.20%	0.15%	4.00%	0.12%	1.96%	0.80%	0.25%

Trsy Bonds & Commodities Returns - Forecasted Ann. Returns Based on PRIOR QE							
	2yr*	10yr*	30yr*	Copper	Crude Oil	Gold	Silver
Forecasted Q1 &	(0.03)	0.19	0.14	8.61%	8.68%	4.04%	12.78%

Q1				Q2				Q3					
Equity Index	Expected in S&P	Index	Total	Equity Sector	Expected in S&P	Index	Total	Commodity	Expected in S&P	Commodity	Total		
	Return	Rank	Rank	Return	Return	Rank	Rank	Return	Return	Rank	Rank		
S&P 400	9.21%	2.05%	1	1	Health	8.81%	3.05%	1	1	2yr*	0.03%	n/a	n/a
S&P 600	8.67%	2.25%	2	6	Health Care	8.37%	2.05%	2	7	10yr*	0.19%	n/a	n/a
Russell 2k	8.58%	2.29%	3	9	Industrials	8.24%	2.15%	3	8	30yr*	0.14%	n/a	n/a
All Equity Ind.	6.98%	1.95%	4	27	Materials	6.97%	1.95%	4	11	Silver	12.78%	6.98%	1
S&P 500	6.44%	3.03%	5	14	Real Estate	6.73%	0.83%	5	12	Crude Oil	8.68%	2.78%	2
Nasdaq	5.94%	3.04%	6	15	Energy	4.00%	0.70%	6	13	Copper	8.61%	2.70%	3
S&P 100	5.89%		7	16	Financials	5.24%	-0.98%	7	15	Gold	4.04%	1.05%	4
Growth	5.67%	-0.05%	8	17	Utilities	4.85%	-1.07%	8	16				
New Jones	5.20%	-0.34%	9	18	Technology	4.86%	-1.06%	9	17				
S&P 500	4.82%	1.08%	10	21	Consumer	2.81%	-3.80%	10	24				
					Commodities	1.95%	-3.94%	11	25				

Lance Roberts leitet aus den Wirkungen der früheren QE-Programme ab, dass Silber, S&P 400, Nicht-Basis Konsumgüter, S&P 600 und Rohöl am meisten von der angelaufenen neuen Geldflut profitieren könnten. Mag sein. Allerdings sind die äußeren Bedingungen für einen solchen Herdentrieb heute andere als in den früheren Jahren. Die Bewertungen sind sehr elaboriert, die Aktien-Allokation ist bereits sehr hoch und der Liquiditätszufluss bezogen auf das erreichte hohe Niveau aktuell überschaubar.

Eines signalisiert die Fed allerdings mit ihrer einer akuten Krise und dem Ende des laufenden Konjunkturzyklus weit vorgehenden Geldflut: Sie steht Gewehr bei Fuß und ist zu allem bereit. In den Worten von Fed-Chef Powell: Er fleht Inflation herbei und wenn sie tatsächlich kommen sollte, wird die Fed sie eine ganze Zeit unbeeinträchtigt laufen lassen (siehe [hier!](#)). Und das ist für viele Akteure an den Finanzmärkten Grund genug für ein unbedingtes „Risk-on“!

Also eilt auch der S&P 500 von Rekord zu Rekord. Wie der folgende Chart zeigt, hat er die zurückliegende Woche mit einem Allzeithoch bei 3093,08 beschlossen. Er notiert über der Verbindungslinie der Rekordhochs von Juli, September 2018 und Januar 2018. Auch wenn der Index von einem bullischen Bias getragen wird und die Ziele an der Oberseite (siehe [hier!](#)) weiterhin durchaus realistisch sind, bleiben die Anzeichen für kurzfristige Schwäche ebenfalls gültig. So ist etwa die Quote der Anzahl der steigenden Aktien seit dem 26. Oktober rückläufig und der Quotient aus S&P 500 und VIX bewegt sich im Extrembereich der zurückliegenden 15 Monate ([Chartquelle](#)).



Kurzfristig sollte für den S&P 500 bestenfalls eine volatile Konsolidierung zu erwarten sein. Wahrscheinlicher ist ein Re-Test früherer Widerstände. So lange dabei die EMA50 (aktuell bei 2997) intakt bleibt, dürften die Bullen weiterhin im Vorteil sein.