

S&P 500 – Bullen halten sich zurück

Description

Der S&P 500 gibt auf Wochensicht 0,5% ab. Er war am zurückliegenden Freitag zunächst bis auf 5192 abgerutscht, bevor er im späten Handel auf 5278 hochgekauft wurde. NDX und Nasdaq Composite verlieren 1,4%, bzw. 1,1%. Der Dow verliert 1,0%, ebenso wie der DAX.

Die Ölpreise verlieren 0,7% (Brent), bzw. 0,8% (WTI). Der CRB-Rohstoffindex büßt im Wochenvergleich 1,4% ein. Gold knapp behauptet mit -0,2%, Silber gut behauptet mit +0,1%.

Objekt	Daten per: 31.05.24		Wochenvergleich			
	Aktuell		KW22	KW21	KW20	KW19
S&P 500	5.278	-0,5%	0,0%	1,5%	1,9%	
Dow	38.686	-1,0%	-2,3%	1,2%	2,2%	
NDX	18.537	-1,4%	1,4%	2,1%	1,5%	
Nasdaq Comp.	16.735	-1,1%	1,4%	2,1%	1,1%	
DAX	18.498	-1,0%	-0,1%	-0,4%	3,7%	
Öl Brent	81,28	-0,7%	-2,4%	1,3%	-0,1%	
Öl WTI	77,16	-0,8%	-2,2%	1,5%	0,3%	
CRB-Rohstoffindex	290,16	-1,4%	0,2%	1,5%	1,0%	
Gold (Dollar)	2.329	-0,2%	-3,5%	2,4%	2,6%	
Silber (Dollar)	30,38	0,1%	-3,7%	11,8%	6,4%	

Die US-Renditen uneinheitlich. Die der 10yr-TNotes gewinnt auf Wochensicht weitere 0,7%, die der 2yr-TNotes mit -1,5%, die der 13wk-TBills erneut gut behauptet mit +0,1%. Der Dollar-Index flach, Euro/Dollar behauptet mit 0,0%. Die Währungspaare Dollar/Yen und Euro/Yen legen zu mit jeweils 0,2%.

Objekt	Daten per: 31.05.24		Wochenvergleich			
	Aktuell		KW22	KW21	KW20	KW19
Euro/Dollar	1,0849	0,0%	-0,2%	0,9%	0,1%	
Dollar/Yen	157,30	0,2%	0,8%	-0,1%	1,8%	
Euro/Yen	170,65	0,2%	0,6%	0,8%	1,9%	
Rendite 10yr-TNotes	4,502%	0,7%	1,0%	-1,7%	-0,4%	
Rendite 2yr-TNotes	4,881%	-1,5%	2,5%	-0,8%	0,9%	
Rendite 13wk-TBills	5,386%	0,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	
eff Fed Funds Rate		5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	
Spread 2yr-eff FFR		-0,45%	-0,37%	-0,49%	-0,46%	
Zinsstruktur: 10yr-13wk	TNX-IRX	-0,88%	-0,91%	-0,95%	-0,88%	
Zinsstruktur: 30yr-10yr	TYX-TNX	0,15%	0,11%	0,14%	0,14%	
Zinsstruktur: 30yr-13wk	TYX-IRX	-0,74%	-0,81%	-0,81%	-0,74%	

Unter der Oberfläche großer Aktien-Indices: Der KBW-Index regionaler Banken auf Wochensicht kaum



verändert. Der „Globalisierungsindikator“, der Dow Jones Transport Index (DJT), gewinnt ein Prozent. Der „Technologieindikator“, der Halbleiterindex SOX, verliert 1,9% und bestätigt damit die technologielastrigen Indices Nasdaq und NDX.

Der Rendite-Spread am langen Ende nimmt im leicht positiven Bereich zu. Die Inversion der Zinsstruktur über das gesamte Spektrum nimmt ab und kommt auf -0,74%, wie vor drei Wochen auch. Die negative Differenz zwischen der Rendite der 2yr-TNotes und der eff FFR steigt wieder. Die Erwartungen hinsichtlich einer baldigen Leitzins-Senkung scheinen auf mittlere Sicht nun wieder eher zwei Zinsschnitte zu sehen.

Am zurückliegenden Freitag wurden die mit Spannung erwarteten **PCE-Preis-Indikatoren für April** veröffentlicht. Deren Kernpreis-Version (ohne Lebensmittel und Energie) wird angeblich von der Fed besonders beachtet. Die Daten kamen herein wie erwartet. Aus ihnen lässt sich weder ein Nachlassen, noch ein erneutes Anziehen der Inflation herauslesen.

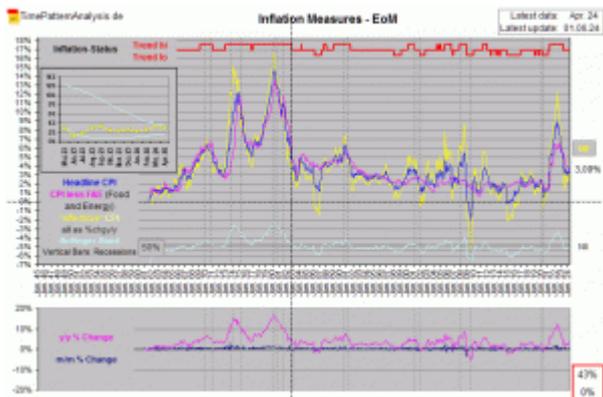
Die US-Aktienmärkte eröffneten mit einem leichten Plus gegenüber dem Vortag, dann fielen sie stark ab und wurden zum Handelsschluss mit hohem Volumen wieder hochgekauft. Der intraday-Swing betrug beim S&P 500 1,7%, beim NDX waren es sogar gut zwei Prozent. Die späten Käufe dürften dem **Window-Dressing zum Monatsende** geschuldet sein.

Der S&P 500 war am Tag zuvor um 0,6% gesunken, trotz Gewinnen in neun von elf Sektoren, aufgrund eines **starken Rückgangs bei Technologiewerten**. Die Aktien von Salesforce fielen um 20%, nachdem das Unternehmen seinen Ausblick wegen geringerer Nachfrage gesenkt hatte. Die Aktien von Microsoft und Adobe gaben ebenfalls nach.

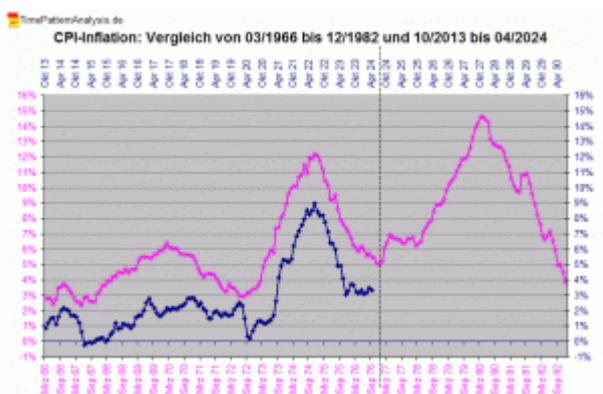
Die Desinflation dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen, da sich die höheren Kreditkosten auf die Wirtschaft auswirken, so der Präsident der Federal Reserve Bank of New York, John Williams. „Das Verhalten der Wirtschaft im vergangenen Jahr zeigt, dass die Geldpolitik in einer Weise restriktiv ist, die uns hilft, unsere Ziele zu erreichen“, so Williams, der anmerkt, dass eine Zinserhöhung unwahrscheinlich ist.

Das US-BIP ist im ersten Quartal um annualisierte 1,3% gestiegen. Das bedeutet eine Abwärtsrevision gegenüber einer früheren Schätzung von 1,6%. Die persönlichen Ausgaben stiegen um 2%, verglichen mit einer vorherigen Schätzung von 2,5%. Eine Verlangsamung des Einkommenswachstums, höhere Zinssätze und geringere Ersparnisse haben Verbraucher und Unternehmen belastet. Der **Chicago-PMI** fällt im Mai auf 35,4 – erwartet wurde eine Steigerung auf 41. Der Index gilt als Vorläufer für den ISM-Index, der am kommenden Montag veröffentlicht wird.

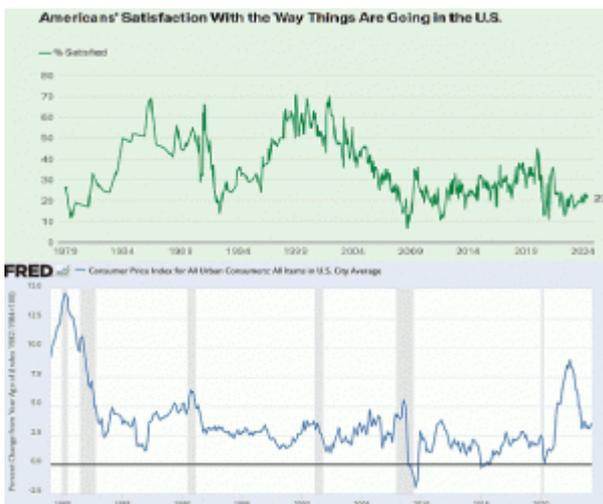
Ich werte die **Inflationsdaten von Headline- und Kern-CPI** so aus, dass Differenzen zwischen beiden ein Hinweis auf ein Ungleichgewicht in der Preisentwicklung ist. So gesehen ist zwar die Beschleunigung der Inflationsentwicklung per Juli 2023 beendet (rote Linie am oberen Chartrand in „Trend nt“). Aber die um dieses Ungleichgewicht korrigierte CPI-Entwicklung (gelbe Linie im großen und im kleinen Chart) läuft seit neun Monaten seitwärts. Das deutet aus meiner Sicht darauf hin, dass **nach wie vor inflationäre Kräfte aktiv** sind.



Und immer sollte man auch dieses Bild im Kopf haben. Es zeigt die **Parallelität der Inflationsentwicklung in der Zeit zwischen März 1966 und Dezember 1982 mit der Phase zwischen Oktober 2013 und April 2024**. Nimmt man dies zum „Vorbild“, steht bald ein erneuter Anstieg des CPI an.



Nachfolgend eine **Gegenüberstellung des Ergebnisses einer [Gallup-Umfrage](#) (Wie zufrieden sind Amerikaner damit, wie es gerade in den USA läuft) und dem Verlauf der [CPI-Inflation](#)**. Daraus wird ersichtlich, dass die Inflation durchaus Einfluss auf die Stimmung hat.





Viel wichtiger erscheint mir aber, dass die Stimmung der Amerikaner seit der Finanzkrise viel weniger reagibel ist. Sie bleibt in der gesamten 2010er Dekade recht weit unten, während die Inflation eher niedrig ist und sinkt. Die Stimmung scheint sich in einem Dauertief zu bewegen. Mit dem jüngsten Inflationsausbruch wurde ein Tief erreicht, von dem sich die Stimmung nur sehr zögerlich löst.

Die **Inflation in Deutschland** ist erwartungsgemäß im Mai von 2,2% auf 2,4% angestiegen. Hier spielte der Basiseffekt eine besondere Rolle, im Mai 2023 wurde das 49-Euro-Tickets eingeführt, was die Inflationsrate drückte. Andererseits fiel der Anstieg der Dienstleistungspreise mit 3,9% deutlich erhöht aus.

[Wall Street Journal](#): Der **Versorger-Sektor des S&P 500** hat in den zurückliegenden drei Monaten eine Rendite von 15% erzielt und damit andere Sektoren übertroffen. Dies ist auf die umfangreichen KI-Investitionen der Unternehmen zurückzuführen, die den Chip-Herstellern sowie den Energie-, Arbeits- und Materiallieferanten Gewinne beschert haben. Die Performance von Energie- und Rohstoffaktien hat den breiten Markt übertroffen.

Die EZB wird in der kommenden Woche sehr wahrscheinlich eine erste Leitzinssenkung beschließen. Beobachter rechnen aber nicht mit einem vordefinierten Zinssenkungspfad. Wie auch die Fed wird die **EZB vor allem die lohninduzierten Faktoren beachten** und datenabhängig die weitere geldpolitische Ausrichtung festlegen.

In diesem Kontext ist auch zu beachten, dass internationale Containerfrachtrouten sowohl im Roten Meer als auch im Panamakanal weiterhin erheblich gestört sind. Daraus resultieren aufgrund zu fahrender Umwege **erhöhte Frachtkosten**. Sollte die Situation Bestand haben und die globale Industriekonjunktur in den kommenden Monaten an Fahrt aufnehmen, dürften die gestiegenen Kosten stärker auf die Endverbraucherpreise durchschlagen.

Der offizielle **chinesische Einkaufsmanagerindex** für das verarbeitende Gewerbe fiel im Mai auf 49,5 und verfehlte damit die Erwartungen einer Expansion. Ein Wert von über 50 deutet auf eine Expansion hin. Im April und März hatte der Index noch zugelegt. Der PMI für das nicht-verarbeitende Gewerbe lag im Mai bei 51,1 und damit leicht unter dem Wert von 51,2 im April.

Der Internationale Währungsfonds hat seine **Prognose für das chinesische Wirtschaftswachstum** in diesem Jahr von 4,6% auf 5% angehoben. Auch seine Prognose für das nächste Jahr korrigierte der IWF von 4,1% auf 4,5%. Ein starkes erstes Quartal und Änderungen in der Politik veranlassten den IWF, seine Prognosen anzuheben. Er wies jedoch erneut darauf hin, dass Peking seinen Schwerpunkt auf eine Politik zur Förderung des Binnenkonsums verlagern müsse.

The Pioneer Briefing: In den USA sind 325.000 **Finanz- und Investmentanalysten** mit einem Medianeinkommen von 99.000 Dollar beschäftigt. Ihre Trefferquote ist insgesamt schlecht. Laut einer Umfrage der EZB im Juni 2021 glaubten Ökonomen, der nächste Zinsschritt stünde erst im Mai 2024 an – es werde keine Inflation und daher ein Weiter-so bei der Nullzinspolitik geben. Aber im Juli 2022 kam es zum Anstieg der Zinsen in Europa, dem neun weitere, Rekord-schnelle Zinsschritte folgten.

Auch den Zinssenkungszyklus schätzten die Banken falsch ein. Noch im Januar 2024 schrieb Goldman Sachs-Analyst Joshua Schiffrin, dass die Fed in diesem Jahr vier Leitzinssenkungen vornehmen werde; andere Investmentbanken sagten fünf. Unter drei Zinsschritten machte es keiner der professionellen Prognostiker. Mittlerweile wird diskutiert, ob es in den USA in diesem Jahr überhaupt zu einer Leitzinssenkung kommt.



Bei der Vorhersage der Inflation lagen Experten wie Zentralbanken ebenfalls daneben. 2021 erklärten 17 US-Nobelpreisträger für Ökonomie in einem offenen Brief, dass all das durch die Subventionspakete der US-Regierung zusätzlich geschaffene Geld keine Gefahr für die Inflation darstelle.

Mit fragwürdigen Prognosen fällt auch die Bundesregierung auf. Sie erwartete in ihrer Herbstprognose 2023 ein Wirtschaftswachstum um 1,3% in 2024. Der Kanzler fabulierte von einem „grünen Wirtschaftswunder“. Wirtschaftsminister Robert Habeck glaubte an ein „Wachstum durch eigene Kraft“. Gemeint waren mit dieser Redensart die Subventionen der Bundesregierung, die bei Habeck nicht Subventionen, sondern Investitionen heißen. Das grüne Wirtschaftswunder fiel aus. Heute glauben Ministerium und Bundeskanzleramt nur noch an ein Wachstum von 0,3% in 2024.

Jeffrey Gundlach gibt in einem [Interview mit David Rosenberg](#) einen düsteren Ausblick. Kurz zusammengefasst sieht er eine Abschwächung der Wirtschaft, eine bevorstehende Rezession und glaubt, dass die Fed aggressiv reagieren wird. Eine weitere Runde der Inflation wird folgen, und sie wird länger und höher sein. Er glaubt, dass wir uns in einer Schuldenfalle befinden und dass eine Form der Kontrolle der Renditekurve kommt (Vorbild Japan!).

Im Einzelnen: Nach Gundlach befinden wir uns am **40. Jahrestag des letzten großen Zinshöhepunkts vom 31. Mai 1984**. Die längerfristigen Staatsanleihen lagen damals bei 14% Rendite, die Inflationsrate noch bei 4% und weiter fallend. Bei einem Realzins von mehr als 10% kam der Wendepunkt, von dem aus die Renditen sanken. Aktuell erleben wir womöglich fast genau das Gegenteil, so Gundlach.

Kurzfristig hält Gundlach die Inflationsrate nicht für ein Problem. Er hat das Gefühl, dass wir uns **eher in einer Rezession als in einer Inflation** befinden. Er befürchtet, dass die US-Notenbank zu ihren alten Tricks zurückkehren wird. Fed-Chef Powell hatte auf einer Pressekonferenz (vor einigen FOMC-Sitzungen) gesagt, dass die US-Notenbank die Fed-Bilanz reduzieren muss, damit sie diese in der nächsten Rezession wieder aufstocken kann.

Also dürfte die Reaktion auf den nächsten Wirtschaftsabschwung in **noch mehr Geld drucken und Inflationspolitik** bestehen. In der nächsten Rezession dürfte die Inflation zunächst zurückgehen und die langfristigen Anleiherenditen sinken. Dann wird die Fed Geld drucken und die Bilanz wieder ausweiten. So werden sie wieder Inflation verursachen.

Gleichzeitig wird dann das **Problem der Zinsausgaben** sehr real werden. Wir haben etwa 17 Bill. Dollar an Staatsanleihen, die in diesem und in den nächsten beiden Kalenderjahren fällig werden. Viele haben Kupons von 50 Basispunkten oder 25 Basispunkten auf 10-jährige Staatsanleihen. Wenn die Schulden mit den heutigen Zinssätzen refinanziert werden, werden sich die Zinsausgaben zu einem der größten Haushaltsposten entwickeln. Sie haben bereits die offiziellen Militärausgaben übertroffen, und längerfristig höhere Zinsen bedeuten, dass die fällig werdenden Anleihen mit 200 bis 400 Basispunkten höher abgelöst werden müssen.

Stan Druckenmiller schlug wegen der Zinsausgaben auch schon Alarm. Er sagte, dass die Zinsausgaben bis 2040 etwa 30% der Steuereinnahmen ausmachen werden. Er verwendete dabei sehr optimistische Schätzungen des CBO, die von einem realen Wachstum von 2% ausgehen, so Gundlach. Zusätzlich **trifft das CBO zwei fadenscheinige Annahmen**. Eine ist, dass der Zinssatz 3% betragen wird. Er liegt aber bereits bei über vier Prozent und bei fünf Prozent bei den Schatzbriefen. Die zweite ist: Das CBO geht davon aus, dass das Haushaltsdefizit bei etwa 4% des BIP liegen wird. Es liegt aber bereits bei 6% des BIP. Und natürlich unterstellen sie keine Rezession – in einer Finanzkrise kann es aber leicht auf 12% ansteigen.

Die Treuhänder der Sozialversicherung, die sich auf die Schätzungen des CBO stützen, sagen, dass der



Sozialversicherung im Jahr 2034 das Geld ausgehen wird. Ein anderer Bericht spricht von 2032, geht aber von keiner Rezession aus. Sie werden also schon in den 2020er Jahren kein Geld mehr haben, wenn es bis 2030 eine Rezession gibt – was der Fall sein wird, so Gundlach.

Gundlach hat die verrückte Idee, wie er sagt, dass er nur Staatsanleihen mit dem niedrigsten Kupon kaufen möchte. Bei einer Schatzanweisung mit sehr niedrigem Kupon muss man sich keine Sorgen um eine **Umstrukturierung** machen. Und Gundlach macht sich Sorgen, dass die Bundesregierung gezwungen sein könnte, Staatsanleihen umzuschulden.

Die Leute sagen zwar, das sei unmöglich und illegal, es gebe ja einen Vertrag. Gundlach entgegnet: Erinnern Sie sich an die Hypotheken in den Jahren 2007, 2008 und 2009. Es war illegal, diese Hypotheken zu ändern. In den Prospekten von hypothekarisch gesicherten Wertpapieren im Wert von Billionen von Dollar stand, dass diese Hypotheken nicht geändert werden können. Aber sie haben es trotzdem getan. Und: Nach dem Federal Reserve Act von 1913 ist es für die Fed illegal, Unternehmensanleihen zu kaufen, aber im Jahr 2020 begannen sie, genau dies zu tun. Es ist auch verfassungswidrig, Studentenschulden zu streichen, aber kürzlich wurden 7,7 Mrd. Dollar davon gestrichen, an einem einzigen Tag.

Gundlach fragt: **Was ist, wenn die Fed beschließt, die Rendite aller Staatsanleihen auf ein Prozent zu begrenzen?** Bei einer Anleihe mit 6% Verzinsung und einer Laufzeit von 20 Jahren bedeutet das, dass man mindestens 50% des Werts einer solchen Investition verliert. Das haben die Leute noch nicht begriffen, das ist ein echtes Risiko, so Gundlach.

Die größten Inhaber von Staatsanleihen sind Pensionsfonds. Die Herabsetzung der Verzinsung wäre eine totale Katastrophe, so Gundlach, sie können ihren Zahlungsverpflichtungen dann nicht mehr nachkommen. Aber das passiert, wenn man keine Optionen hat. Die Untätigkeit der Regierungen wird mit jeder Rezession extremer, daher befinden wir uns mangels Optionen heute in einer Sackgasse. Das bedeutet, dass die Fed in der nächsten Rezession möglicherweise zu **negativen Zinssätzen** übergehen und mehr Inflation verursachen könnte. Deshalb glaubt Gundlach auch, dass der Dollar in der nächsten Rezession nicht steigen, sondern sinken wird.

Seine gesamte Anlagethese der zurückliegenden Jahre basiert auf der Annahme, dass die Phase der 40 Jahre sinkenden Zinssätze seit 2021/2022 vorbei ist. Das hat recht gut funktioniert, so Gundlach.

Man kann die Meinung Gundlachs auf eine recht einfache Formel kondensieren. Die Wachstumskräfte der Wirtschaft erlahmen aufgrund steigender Schuldenquoten immer mehr. Da man so aus steigenden Schulden nicht herauswachsen kann, braucht man Inflation, um die Schulden real zu entwerten. Steigende Inflation geht im Normalfall mit steigenden Zinsen einher. Steigende Zinsen kann sich der Staat nicht „leisten“, weil sie die Verschuldung zu teuer macht. Also wird früher oder später die Zentralbank anfangen, die Renditestruktur aktiv zu kontrollieren, sprich, v.a. am langen Ende die Rendite tief zu halten. Dazu muss sie Staatsschulden kaufen. Gleichzeitig muss dafür gesorgt werden, dass die zusätzliche Geldmenge möglichst im Finanzsystem bleibt. Würde sie in der Realwirtschaft landen, befeuert das früher oder später Inflation. Das würde die reale Rendite der Bond-Halter drücken, wodurch es zu Aufwärtsdruck auf die nominalen Renditen kommt. Japan hat das seit 2012 vorgemacht, wobei die Kontrolle des Bond-Markts dadurch erleichtert wurde, dass der Anteil ausländischer Inhaber von Staatsanleihen gering war und ist.

Der VIX, die implizite Dreimonats-Volatilität für den S&P 500, notierte in der Kalenderwoche 21 mit 11,50 auf dem niedrigsten Stand seit 2018, nur wenig von einem Rekordtief im Jahr 2017 entfernt. Alle Volatilitätsmaße sind gesunken, auch die für Öl, Anleihen, Kredite und Devisen. Oft sind solche Konstellationen Anzeichen für eine Markt-Wende. Der VIX ist im Wochenverlauf über seine EMA50 gestiegen, ist am Freitag jedoch erneut unter dieser für die mittelfristige Entwicklung wichtige Linie gefallen.

Der S&P 500 hat am zurückliegenden Freitag bei 5277,51 geschlossen. Die EMA50 notiert steigend bei 5181. Vom intraday-Hoch am 23. Mai aus lässt sich eine Abwärtslinie einzeichnen, an der die Kursavance vom Freitag ausgelaufen ist ([Chartquelle](#)).



Das vormalige intraday-Allzeithoch bei 5268 ist ein wichtiger Support-Pegel, er konnte am zurückliegenden Freitag gerade wieder zurückerobert werden. Bei 5181 bis herunter zu 4800 liegen eng gestaffelt leichte Unterstützungen. Bei 4859 kommt das 38er-Retracement des Aufwärtsimpulses von Anfang November bis Mitte Mai ins Spiel, nahezu gleichauf mit der EMA200 (steigend). Der Aufwärtzlücke vom 2. auf den 3. Mai von 5074 auf 5103 bleibt im weiteren Verlauf von entscheidender Bedeutung.

Die **Marktindikatoren zeigen sich mit 29:14 per Saldo knapp bullisch.** Die Volumenverteilung im S&P 500 ist nicht mehr in Akkumulation. Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass bald Distribution vorherrscht. Das Verhältnis von SPX zu VIX zeigt mittlerweile abwärts, das „Klima“ ist an die Grenze zwischen Greed (Gier) und Acceptance (Akzeptanz, Zufriedenheit) zurückgefallen. Der TQUAL-Indikator, gebildet aus RSI, Stochastik und MACD internationaler Aktienindices gibt sich in der Tendenz weiter bullisch auf neutralem Niveau. Der Verlauf der Rendite von Ramsch-Anleihen zeigt zunehmende Risikoaversion.

Die fraktalen Oszillatoren der TimePatternAnalysis sehen zyklische Eigenschaften dominieren. Bärische Kursmuster nehmen zu, bullische ab. Die Prognose der TimePatternAnalysis für den S&P 500 stellt „volatil seit-, abwärts“ in Aussicht.

Die Charts der aggregierten Marktindikatoren, der fraktalen Oszillatoren der TimePatternAnalysis, sowie der Rendite der Ramsch-Anleihen werden börsentäglich auf der Startseite aktualisiert.

Die Kursaktion vom zurückliegenden Freitag war äußerst „bemüht“ – unter deutlich erhöhtem Volumen wurde der Index gerade über den oben angesprochenen Support bei 5268 gehievt. Es hat sich ein kurzfristiger Abwärtskanal gebildet, ich vermute, dass es rasch zu einem Test der EMA50 kommt (gleichauf mit dem Support-Pegel bei 5181 und der Unterseite dieses Kanals). Im weiteren Verlauf dürfte sich der Index zunächst in diesem Kanal bewegen. Die übergeordnete Tendenz ist „abwärts“.