

Blasenkunde (3) – aktueller Stand

Description

In dritten Teil der Artikelserie über Blasenbildung an den Finanzmärkten beschäftigen wir uns damit, wie Blasenbildung erkannt werden kann. In den beiden Teilen zuvor ging es um [ausgewählte historische Spekulationsblasen](#) und ökonomische, sowie psycho-soziale [Voraussetzungen für eine Blasenbildung](#). Wir fokussieren zunächst einmal Aktien. Ich möchte bei der Frage, wie Blasen erkannt und eingeschätzt werden, im folgenden neue Wege gehen.

Nicht ganz zufällig befasst sich Niels C. Jensen von „Absolute Return Partners“ in seinem [„Absolute Return Letter“](#) von Dezember mit derselben Frage und diskutiert eine Fülle unterschiedlicher Herangehensweisen und Charts. Er kommt zu dem Schluss, es gebe gewisse Zeichen dafür, dass Exzesse in die Aktienmärkte zurückkriechen. Aber nach wie vor sei der Enthusiasmus wenig ausgeprägt, ja es ist für ihn sogar die Rallye mit der geringsten Begeisterung, die er bisher erlebt hat. Also bleibt er ein vorsichtiger Bulle.

Gibt es aktuell überhaupt eine Blase?

Wir hatten bereits festgestellt, dass eine Blase dann vorliegt, wenn sich (getrieben durch Überschussliquidität) der [Preis eines Assets zu weit von dessen Wert entfernt](#). Historische Erfahrungen und Trends geben Richtungen und Bezugspunkte vor, signifikante Abweichungen hiervon liefern wichtige Hinweise.

Ich möchte zur Beantwortung der Frage der Bewertung auf das sogenannte Shiller-KGV (Shiller CAPE) abstellen. Dessen „Für und wider“ wird bei AAll ausführlich diskutiert, der [Artikel gibt einen guten Einblick](#). Vanguard hat 15 populäre Metriken untersucht und dabei ermittelt, dass das [Shiller-KGV im langen Zeithorizont den relativ am höchsten liegenden „Erklärungswert“ für die Aktienkursentwicklung](#) aufweist. Damit erscheint mir das [Shiller-KGV](#) am geeignetsten, die Bewertung von Aktien abzuschätzen.

Als Vergleichsmaßstab wird häufig der historische Mittelwert oder der historische Median über die Zeitreihe von rund 130 Jahren genommen. Der liegt bei 16,50, bzw. 15,90, womit sich gemessen am aktuellen KGV von 26,18 eine „Überbewertung“ von knapp 59%, bzw. 65% ergibt. Mir ist allerdings der Bezug auf einen historischen Mittelwert über eine solch lange Zeitreihe zu statisch, ich sehe eher eine Referenzlinie in Form einer linearen Regression. Damit wären auch Argumente des genannten Artikels berücksichtigt. Ein mittleres KGV von rund 12,50 im Jahre 1885 entspricht so einem von 20,50 heute. Neben der technischen Erklärung für ein im Zeitablauf ansteigendes mittleres KGV ließe sich das fundamental auch durch steigende Produktivität und sinkende Kapitalkosten rechtfertigen. Die Grenzen des um die

Regressionsgerade herum gelegten Trendkanals (siehe „rot“ im Chart) markieren eine Über-, bzw. Unterbewertung von 40%.



Die mittlere KGV-Bewertung liegt heute bei 20,50 (Mittellinie). Aktuell (24.12.13) liegt das Shiller-KGV des S&P 500 bei 26,18, demzufolge wäre eine Überbewertung von knapp 28% festzustellen. Die Oberseite des Kanals bei 28,80 oder 40% über der Mitte markiert aus meiner Sicht den Punkt, an dem die Überbewertungs-Blase sehr weit fortgeschritten ist. Den Beginn einer Blase würde ich ab einer Überbewertung von 15% sehen, aktuell entsprechend einem KGV von 23,80.

Momentan wäre also eine Blase im mittleren Stadium zu konstatieren. Die zuletzt gesehene Dynamik spricht dafür, dass sie noch weiter aufgeblasen wird.

Legt man das Gesagte zugrunde, gab es seit 1900 sechs Zeiträume, in denen es Überbewertungsblasen gab – sechs ohne die aktuelle Phase, sieben mit ihr.

Eigenschaften der Blase – Inter-Segment-Korrelation

Wie sehr ist die Preisentwicklung einzelner Segmente der Finanzmärkte oder einzelner Assets zueinander korreliert? Je stärker und länger sie in dieselbe Richtung laufen, je eher ist von einem Herdentrieb-Verhalten auszugehen. Und je stärker der Herdentrieb bei steigenden Kursen ausgeprägt ist, je eher ist anzunehmen, dass der Markt den Gipfelpunkt einer Preis-Blase erreicht.

Betrachten wir alle mittels TimePatternAnalysis untersuchten Aktien-, Währungs-, und Rohstoff-Segmente, so sind über ein Korrelationsfenster von 252 Handelstagen (ein Jahr) aktuell 55% aller Kombinationen positiv korreliert. Im vier Wochen zurückreichenden Fenster sind es 45% und für die vier Wochen zwischen Mitte Oktober und Mitte November ergibt sich ein Wert von 42%.

Zum Vergleich in der folgenden Tabelle Werte zu ausgewählten Zeitpunkten in der jüngeren Vergangenheit. Als Auswahlkriterien gelten markante Punkte im Kursverlauf des S&P 500. Die relativ niedrigen und in der Tendenz abnehmenden Werte von Mitte 2008 weisen auf „ungeordnete“ Kursverläufe (=Unsicherheit) hin, der hohe Gleichlauf im langfristigen Korrelationsfenster Mitte März 2009 spiegelt den synchronen Kurseinbruch im Gefolge der Finanzkrise wider.

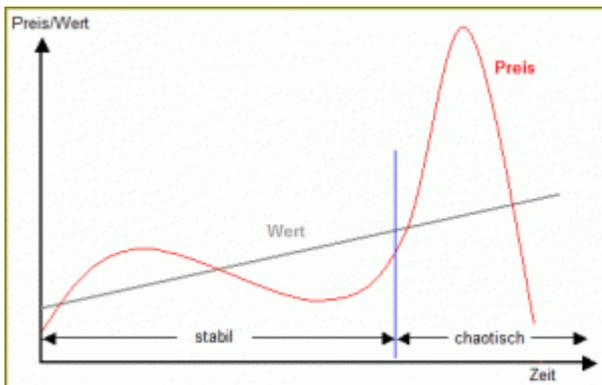
Korrelationsfenster # Handelstage		252		22		22		
zurück vom				zurück vom				Gleichlauf
05.06.06	91%	44%	04.04.06	48%	Sehr hoch im 1fr Fenster			
16.02.07	55%	66%	17.01.07	52%	Hoch im 1fr Fenster			
01.06.07	78%	35%	01.05.07	58%	Sehr hoch im 1fr Fenster, 1fr Tendenz abnehmend			
12.10.07	68%	39%	12.09.07	60%	Hoch im 1fr Fenster, 1fr Tendenz abnehmend			
15.08.08	46%	37%	16.07.08	47%	Gering - zeigt Unsicherheit			
13.03.09	90%	56%	10.02.09	46%	Sehr hoch im 1fr Fenster			
16.04.10	60%	47%	16.03.10	82%	Erhöht im 1fr Fenster, 1fr Tendenz abnehmend			
18.02.11	60%	46%	19.01.11	70%	Erhöht im 1fr Fenster, 1fr Tendenz abnehmend			
30.03.12	64%	39%	29.02.12	43%	Hoch im 1fr Fenster, 1fr Tendenz ohne Aussage			
13.12.13	55%	45%	12.11.13	42%	Mäßig im 1fr Fenster, 1fr Tendenz ohne Aussage			

Eine kritische Grenze würde ich sehen, wenn 60% der Segmente im langen Korrelationsfenster synchron laufen. Das gilt auch für den kurzfristigen Aspekt im Monats-Fenster. Der Gleichlauf in den Finanzmärkten

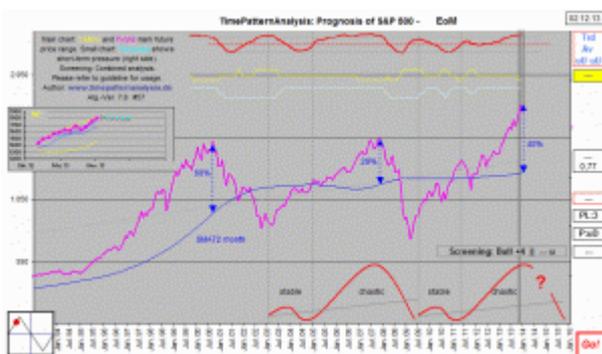
zeigt demnach aktuell keine kritisch hohen Werte, der Herdentrieb ist noch nicht sehr ausgeprägt, es gibt noch Gestaltungsspielraum für Rotationen zwischen Segmenten und Sektoren.

Eigenschaften der Blase – Gestalt-Analyse der Kurs-Historie

Als drittes Indiz für eine Blasenentwicklung wollen wir die Gestalt von Kursverläufen analysieren. Zeigen sie (in einem größeren Zeitabschnitt) zunehmende Ähnlichkeit zu einem Geraden-förmigen Verlauf, ist das ein zuverlässiger Hinweis auf die Entwicklung einer Preisblase – hierzu nochmals das Schaubild aus Teil 2 der Artikelserie.



Der folgende Chart zeigt die Entwicklung des S&P 500 auf Basis von Monats-Schlusskursen. Die Wahl von Monatskursen hat den Vorteil, dass nur langfristige Effekte zum Tragen kommen, sie hat den Nachteil, dass kurzfristiges Timing damit nicht möglich ist. Zunächst fällt auf, dass der Abstand zwischen Kurs und EMA72 auf Monatsbasis (einfacher Mittelwert über sechs Jahre – etwa ein Konjunkturzyklus) im historischen Vergleich hoch, aber nicht auf Rekordniveau ist. Im Sommer 2000 betrug er 60%, per Oktober 2007 29%, aktuell werden 40% erreicht.



Die rote Kurve im oberen Chartteil zeigt das Ergebnis der Auswertung des Kursverlaufs hinsichtlich Linearität. Ihre Werte steigen mit zunehmender Linearität, oberhalb der waagerechten rot-gestrichelten Signallinie ist die Ähnlichkeit signifikant. In einer chaotischen Marktphase ähnelt der Kursverlauf immer mehr einer Geraden, bis schließlich ein Maximum erreicht ist. Nach dem Topp und mit der anlaufenden Korrektur („Crash“) nimmt das Ähnlichkeitsmaß zunächst ab, dann aber mit fortschreitendem (linear verlaufenden) Kurseinbruch wieder zu. Das danach gebildete signifikante lokale Maximum wird als Beginn der stabilen Marktphase angesehen. Diese Bedingung war im Frühjahr 2003 und Mitte 2009 gegeben. Während der stabilen Marktphase nimmt die Linearität des Kursverlaufs zunächst ab, steigt gegen deren Ende dann aber wieder an. Wird die Signalschwelle überschritten, beginnt die chaotische Marktphase.

Vergleicht man die aktuelle chaotische Marktphase mit der vor 2008, so fällt auf, dass sie sich sehr langsam entwickelt hat (hier findet sich die "geringe Begeisterung" von Niels C. Jensen wider). Nach ihrem Start Mitte 2011 blieb das lineare Ähnlichkeitsmaß längere Zeit nahe des Signalpegels und hob erst im



Spätjahr 2012 ab. Ganz anders im April 2005, als die damalige chaotische Marktphase begann: Das Linearitätsmaß stieg recht zügig bis in den Extrembereich, bevor es im Herbst 2007 wieder herausfiel. In der aktuellen chaotischen Phase ist der Extrembereich zur Jahresmitte betreten worden.

„Extrem“ heißt nicht zwingend, dass das Ende dieser Phase nahe ist, wie das Beispiel vor 2008 zeigt, als das Linearitätsmaß von Anfang 2006 bis Herbst 2007, also etwa 22 Monate bei steigenden Kursen im Extrembereich verlief. Nimmt man das als Anhaltspunkt, könnte man ein Andauern der Phase steigender Kurse bis in das Jahr 2015 erwarten. Legt man allerdings den Startpunkt der chaotischen Phase zugrunde, so wäre im Frühjahr 2014 mit einem Kurs-Topp zu rechnen. Dieser Zeitbereich deckt sich in etwa mit früher hier bereits angestellten [Symmetrieüberlegungen](#), die in diesem [Chart](#) täglich aktualisiert werden (auch in der Chart-Galerie enthalten, erreichbar unter Pop-ups rechts oben).

Zusammenfassung: Es liegt eine mittelmäßig aufgeblasene Bewertungsblase vor. Der Gleichlauf ausgewählter Segmente weist bisher nicht auf ein stark ausgeprägtes Herdenverhalten hin. Die Kursentwicklung des S&P 500 ist in ihrer chaotischen Phase weit fortgeschritten.

Das Ende einer chaotischen Marktphase und damit ein Kurs-Topp ist nach den Erfahrungen der jüngeren Vergangenheit dann nahe, wenn alle drei Aspekte Extremwerte aufweisen. Das Gesamtbild zeigt eine in diesem Sinne fortgeschrittene Entwicklung, ein Extrem ist bisher aber nicht erreicht: Sieben von neun möglichen Punkten.

Aus dieser Sicht ist für die nähere Zukunft eher noch mit einem Fortgang des Bull-Runs zu rechnen. Der würde umso mehr gestützt, je besser die Unternehmen in der Lage sind, Wachstumsimpulse der Gesamtwirtschaft in steigende Gewinne umzusetzen. Die makroökonomische „Hoffnungsphase“ ist vorbei, jetzt muss „geliefert“ werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Erholung in den USA deutlich weiter fortgeschritten ist als etwa in Europa – erkenntlich z.B. an der [Entwicklung der Produktionsindices insbesondere seit Mitte 2011](#).

Frei nach [Bob Farrell](#): Gewinne werden durch Verkaufen gemacht, jede Blase endet in einem Kurssturz.

Nachtrag:

(13.2.14) William J. Bernstein wendet in "[THE PARADOX OF WEALTH AND THE END OF HISTORY ILLUSION](#)" eine lineare Regression auf den Verlauf des Shiller-KGV an und kommt zu dem Schluss, dass dieses über die zurückliegenden mehr als 130 Jahre um 0,058 pro Jahr oder um eins alle etwa 17 Jahre gestiegen ist (h/t Larry Siegel).