

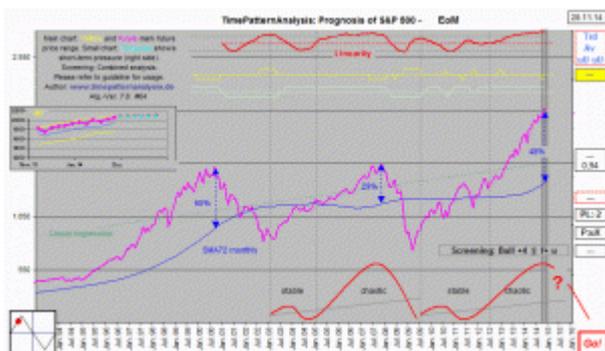
S&P 500 – was bringt 2015?

Description

Der S&P 500, der weltweite Leitindex für Aktien, hat sich seit dem Tief im März 2009 bis jetzt verdreifacht. Eine nennenswerte Korrektur hatte es zuletzt 2011 gegeben. Anlässe waren damals die Verschärfung der Staatsschuldenkrise in den USA und die Zuspitzung der Eurokrise. Gefühlt ist zumindest eine weitere Korrektur längst überfällig.

Das „gefühl“ lässt sich durch einige Kennzahlen untermauern. Ich betrachte dazu den Monatschart per November, damals verzeichnete der Index einen Monatsschlussstand von 2068. Der Kurs liegt 48% über dem einfachen gleitenden Durchschnitts über 72 Monate (etwa die Länge der jüngsten Konjunkturzyklen). Im Oktober 2007 waren es 29%, im August 2000 waren es 60%. Hinsichtlich linearer Regression seit 1993 gilt, dass der Kurs heute 38% höher liegt, zurückgerechnet auf das Topp im Oktober 2007 sind es 17%, bezogen auf das Topp aus 2000 sind es 39%. Die lineare Regression lässt sich schön als das [Gummiband von Investmentlegende Bob Farrell](#) interpretieren, um das der Kurs langfristig herum oszilliert.

Aus diesen beiden Kriterien ergibt sich, dass die Kursentwicklung zwar sicherlich in einer Übertreibungsphase steckt, aber alles in allem noch nicht ganz die Extremwerte erreicht hat wie beim Topp aus 2000. Die Kennwerte des 2007er Topps hingegen sind locker übertroffen, was auch unterstreicht, dass der Crash 2008 nicht so sehr durch starke Übertreibung in der Aktienkursentwicklung, sondern durch andere Faktoren ausgelöst wurde.



Extrem ist das Bild allerdings, wenn man die **Selbstähnlichkeit des Kurses hinsichtlich linearer Merkmale** analysiert (im Chart rote Kurve „Linearity“). Das normale Kursgeschehen ist durch zyklische Anpassung der Marktteilnehmer an die Aktivitäten anderer Akteure und an bisher in den Kursen noch nicht



berücksichtigte externe Entwicklungen geprägt. In diesem Sinne ist diese Phase auch als „stabil“ („stable“) zu verstehen. Ab einem gewissen Punkt allerdings nimmt regelmäßig der [Herdentrieb](#) überhand, die Akteure folgen dem, von dem sie glauben, dass es auch andere tun. Die so entstehende chaotische Phase ist dadurch gekennzeichnet, dass der Kursverlauf dauerhaft immer stärker von linearen Merkmalen geprägt wird, zyklische Anpassungen treten in den Hintergrund. Ab einem bestimmten Punkt folgt der Absturz, die chaotische Phase läuft so lange, bis die Dominanz linearer Merkmale ein weiteres Zwischenhoch gebildet hat.

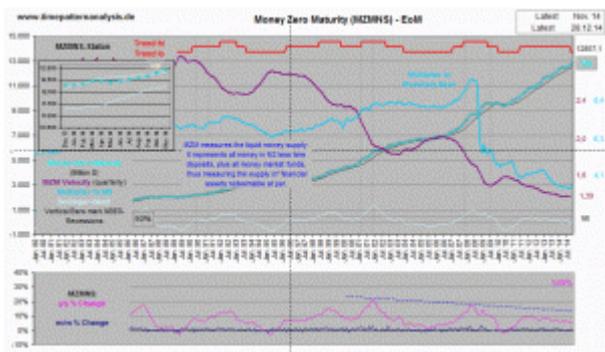
Betrachtet man das Ähnlichkeitsmass zu linearen Prozessen (im Chart „Linearity“) so ergibt sich, dass im Juli 1999 ein Maximum bei 93% erreicht war (nicht dargestellt), im Juni 2007 waren es 94%, im August 2014 waren es 97%, so viel wie auch aktuell. Zwei Erkenntnisse lassen sich daraus gewinnen: Erstens scheint ein Topp in der Linearität grob ein halbes Jahr vor dem Topp im Kurs aufzutreten, zweitens ist das aktuelle Linearitätsmass so hoch wie zumindest bei den drei jüngsten Topp-Bildungsprozessen nicht (möglicherweise ist es sogar auf Allzeithoch).

Es gibt zwei weitere technische Aspekte bei der Kursentwicklung des S&P 500, die ich herausstellen möchte. Zum einen ist das die statistische Auswertung der Steigung des Kursverlaufs. Werden hier bestimmte dynamische Schwellen überschritten, dreht die gelbe Kurve im oberen Chartteil nach unten ab. Dies ist aktuell der Fall. Ob es sich dabei um ein kurzfristiges Verkaufssignal handelt, das in einem langfristigen Zusammenhang als Fehlsignal einzustufen ist, zeigt der Abgleich mit der darunter liegenden hellgrünen Linie. Diese wertet den Verlauf von kurz-, mittel- und langfristigen gleitenden, exponentiellen Durchschnitten, ihre Zuordnung zueinander und zum aktuellen Kurs aus (siehe auch [hier!](#)). Wenn diese Signallinie als Bestätigung darauf folgend ebenfalls nach unten abdreht, ist die Wahrscheinlichkeit einer langfristigen Topp-Bildung sehr hoch. Dies ist bisher nicht der Fall, es ist noch nicht einmal die neutrale Mittellinie erreicht.

Die technische Auswertung des Verlaufs des S&P 500 ergibt insgesamt, dass sich der Index in einer extremen Phase bewegt, belastbare Umkehrsignale haben sich aber bisher nicht eingestellt.

Damit ist die Wahrscheinlichkeit noch höher, dass wir übergeordnet weiter steigende Kurse sehen. Scharfe, kurze Einbrüche würden dieses Bild eher bestätigen als daran Zweifel aufkommen lassen. Wie gross die zu erwartenden Kurszuwächse allerdings noch sein werden, das lässt sich aus einer solchen Analyse nicht ableiten. Umgekehrt gilt allerdings, dass sich nur noch geringe Zuwächse bei dem erreichten Niveau und der langen Zeit permanenter Aufwärtsentwicklung technisch eher als Hinweis auf eine Topp-Bildung erweisen.

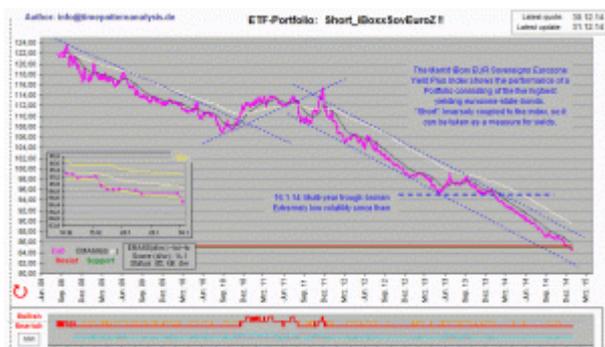
Dass die linearen Merkmale bei der Kursbildung so deutlich überwiegen, geht letztlich auf die **beständige Geldflut der Notenbanken zum quasi-Nulltarif** zurück. Hier ist kein Ende abzusehen. Das gilt auch für die USA. Die Fed hat zwar ihre QE-Maßnahmen eingestellt, aber eine Einschränkung der Liquiditätsversorgung ergibt sich daraus nicht automatisch. Der Verlauf der die Versorgung mit liquiden Mitteln messende US-Geldmenge MZM zeigt per September lediglich eine Abschwächung der weiterhin intakten Aufwärtsbewegung (Signal „Trend Lo“).



Die Zentralbanken werden alles tun, um die Aktienhaushalte am Laufen zu halten. Das haben sie des öfteren mehr oder weniger deutlich vertont und darauf setzen die großen Akteure. Auch bei der Fed sollten wir mal ruhig abwarten, ob die Leitzinsen in den USA 2015 tatsächlich wie erwartet anziehen. **An der Reihe ist aber nun erst einmal die EZB**, sie wird aller Voraussicht nach am 22. Januar ein [QE-Programm](#) verkünden, in dessen Rahmen sie vermutlich bis zu einer Billion Euro ausgeben wird, um europäische Staatsanleihen zu kaufen.

Entscheidend ist dabei die konkrete Ausgestaltung. Nur wenn sie nicht primär die Banken adressiert, sondern Nicht-Banken (z.B. Versicherungen), dürfte dieses Geld nach und nach in den Kreislauf der realen Wirtschaft gelangen und dort monetäre Impulse auslösen. Nicht zufällig entwickeln sich die Kurse von Versicherungen seit der Jahresmitte gut, die von Banken hingegen schwach. Mir scheint, dass fest damit gerechnet wird, dass das QE-Programm so ausgestaltet wird wie oben skizziert.

Ein an einem Index von Eurozonen-Staatsanleihen invers orientierter ETF eilt seit Anfang Dezember 2011 in einem Abwärtskanal von Tief zu Tief und signalisiert damit nachhaltige Kurssteigerungen, bzw. darauf bezogene sinkende Zinsen. Man darf gespannt sein, was passiert, wenn mit der Verkündung eines QE-Programms der EZB das eingetreten ist, worauf die großen Akteure in diesem Segment seit langem wetten.



Apropos „wetten“: Die Finanzwelt setzt seit längerem darauf, dass die Wirtschaft der USA auf einem solidem Erholungskurs ist. Mit einem BIP-Zuwachs von annualisiert 5% in Q3 versucht sie, an den Steigerungsraten vor der Finanzkrise anzuknüpfen. Im ersten Quartal 2006 bewegte sich der Zuwachs schon einmal in ähnlicher Größenordnung – mehr aber auch nicht.

Das BIP-Wachstum dürfte in den meisten grossen Volkswirtschaften auch 2015 schwach im Vergleich zu den Zeiten vor der Finanzkrise und erst recht vor der Jahrtausendwende ausfallen (siehe z.B. [hier!](#)).

Die Nullzinspolitik der Notenbanken hat zeitweilig geholfen, Asset-Preise zu stützen. Schulden-Systemimmanent argumentiert wäre eine wirkliche Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung aber erst dann gegeben, wenn die privaten Banken die Realwirtschaft wieder ohne Hilfe der Zentralbanken mit



ausreichend Liquidität versorgen. In den USA scheint das **Bankenproblem** mittlerweile unter Kontrolle, die Kreditvergabe weitet sich aus und trägt zur wirtschaftlichen Erholung bei. Davon ist Europa und Japan weit entfernt, das breite Geld- und Kreditwachstum beschleunigt sich nicht, es nähert sich auch nicht den Vorkrisenwerten an. Die Zentralbankpolitik hat hier also keinen Beitrag zur Gesundung der Bilanzen der privaten Banken und zur Normalisierung der Kreditvergabe geleistet, die den Propagandisten des Schulden-Geld-Systems als Bedingung für einen nachhaltigen Aufschwung gilt.

Ich halte die Hoffnung, dass das Wachstum in den USA dauerhaft so stark ist, dass es die konjunkturelle Schwäche in Europa kompensieren kann, für blauäugig. Demzufolge dürften es auch die exportorientierten Länder Asiens schwer haben, 2015 in dem benötigten Umfang zu wachsen. Die tiefen Ölpreise dürften in begrenztem Umfang konjunkturell stützend wirken, allerdings das Risiko verstärken, dass die Schieflage von hochverschuldeten Firmen v.a. im [US-Fracking-Geschäft Schocks im Finanzsystem auslöst](#). Dann kann es durchaus geschehen, dass der zunächst tendenziell positive Effekt der tiefen Ölpreise wieder zunichte gemacht wird.

Statt eine Prognose über den Stand des S&P 500 zum Jahresende 2015 zu geben, möchte ich angesichts seines stark überdehnten Verlaufs fragen: **Welche Gründe können den Index deutlich tiefer stehen lassen als heute?** „Deutlich tiefer“? Nehmen wir das oben beschriebene Gummiband als erstes Ziel: Es notiert gegenwärtig bei rund 1500 Punkten.

Dem Aktien-Crash des Jahres 2000 ist eine idiotische Überbewertung von Technologie-Werten vorausgegangen. Dem Crash des Jahres 2008 lag eine Hauspreisblase zugrunde, die durch die verantwortungslose Vergabe von Subprime-Hypotheken und die Verschleierung ihrer Risiken in „kreativen“ Wertpapier-Konstruktionen angefeuert worden war. **Aktuell wird eine riesige Bond-Blase aufgeblasen.** Ihr Volumen hat die Grenze von 100 Bill. Dollar überschritten. Die Neuausgabe von Unternehmensanleihen dürfte in diesem Jahr auf deutlich über 1,4 Bill. Dollar kommen, doppelt so viel wie 2008. Viele Staaten schulden immer wieder um, weil sie nicht in der Lage und angesichts der tiefen Zinsen auch nicht willig sind, cash auszuzahlen. So haben die USA in diesem Jahr mehr als eine Billion Dollar an neuen Schulden ausgegeben, um fällige Altschulden zu bedienen.

Die Situation wird noch explosiver, wenn man den Derivatemarkt hinzunimmt. Sein globales, auf Zinsen/Anleihen bezogenes Volumen wird brutto auf deutlich jenseits der 500 Billionen Dollar geschätzt. Natürlich gibt das Brutto-Volumen nur einen groben Anhaltspunkt über die Risiken, die von hier tatsächlich ausgehen. Aber wir brauchen nur anzunehmen, dass sich dahinter deutlich mehr als 100 Bill. Dollar an Netto-Risiken verbergen und man bekommt eine Vorstellung von dem **Pulverfass**, auf dem das Finanzsystem sitzt – u.a. dank der Nullzinspolitik der Notenbanken und der nach wie vor gültigen too-big-to-fail-Mentalität. Die auf den Lehman-Zusammenbruch folgende Finanzkrise könnte sich da eher als Kindergeburtstag erweisen, das Volumen der mit der Hypothekenblase in Zusammenhang stehenden Credit Default Swaps erreichte in der Spitze 2007 45 Bill. Dollar.

Daher sollte man vor allem die Bond-Märkte im Auge behalten und hier etwa die Kurse und Spreads von Junk-Bonds (siehe auch [hier!](#)). Bei den [Spreads von Junk-Bonds](#) lassen sich historisch kritische Schwellen bei 5% („Vorwarnstufe“) und gut 7% ausmachen. Jenseits 7% kann es schnell äußerst ungemütlich werden.

Zum Schluss noch etwas von Farrell: Wenn alle Experten und Prognosen übereinstimmen, passiert etwas anderes. Wenn jeder optimistisch ist, wer bleibt noch übrig, um zu kaufen? Und: Gewinne werden durch Verkaufen realisiert, also erfolgt eine signifikante Korrektur. Und: Die Masse kauft das meiste am Topp und das wenigste am Boden. Das ist der Grund, warum "Contrarians" erfolgreich sind, wenn sie die Sentiment-Indikatoren mit gutem Timing beachten.

Es gibt eine bemerkenswerte "umgekehrte Wiederholung": Im Verlauf des ersten Halbjahres



2008 stiegen die Ölpreise dramatisch an. Kurze Zeit später kam der Crash. Im Verlaufe des zweiten Halbjahres 2014 brechen die Ölpreise dramatisch ein. Was wird nun folgen? Das Gegenteil von Crash?

Der S&P 500 ist technisch ausgeprochen überdehnt. Belastbare technische Hinweise für eine unmittelbar bevorstehende nachhaltige Korrektur gibt es bisher nicht. Angesichts der Risiken, die sich im Bond-Markt aufürmen, steigt aber die Wahrscheinlichkeit eines katastrophalen "Betriebsunfalls" immer weiter an.

Nachtrag:

(4.1.15) Auf Nachfragen hin, was ich dem S&P 500 noch nach oben zutraue:

- Die Medien sind voll mit irgendwelchen Präsidentschafts- und zehn-Jahres-Zyklen. Das wird mit "Statistiken" untermauert ohne dass die Minimal-Voraussetzungen für eine halbwegs wissenschaftliche Analyse gegeben sind. Das einzige, was dabei zählt, ist, ob genügend potente Marktteilnehmer daran glauben.
- Jeder einzelne Analyst an Wall Street erwartet für 2015, dass der sechs Jahre währende Bull-Run auch ein siebtes Jahr anhält (was meines Wissens nach einzigartig wäre). Und dann kommt der nächste Schwarze Schwan um die Ecke...
- Der NDX hatte sein Allzeithoch im März 2000 bei knapp 4400 Punkten. Aktuell steht er bei 4230. Die fehlenden 4% wird er mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit noch schaffen. 4% höher, das ergäbe im S&P 500 einen Stand von 2140.