

S&P 500 – mal wieder euphorisch

Description

US-Aktien haben die vierte Gewinn-Woche in Folge hinter sich, europäische Festlands-Aktien laufen hinterher. Nichts scheint Aktien aufhalten können, weder der sogenannte Putsch in der Türkei, noch der Bürgerkrieg in Syrien, noch Terroranschläge in Frankreich und anderswo, auch keine Spannungen im südchinesischen Meer, nicht das schwache Wachstum der Weltwirtschaft, nicht sinkende Produktivität. Auch die Überschuldung weiter Teile der Welt, demographische Entwicklungen etwa in Europa und notleidende italienische Banken stören nicht. [Zunehmender Protektionismus](#), der Brexit, das Scheitern der EU, herumlavierende TV-Politiker, Zulauf für Separatisten? Auch das kann Anleger nicht davon abhalten, in Aktien zu investieren.

[Daniel Stelter](#) spricht von einem Paralleuniversum, in dem sich die Finanzmärkte bewegen. Und wenn dann doch eines der genannten Themen für kurze Zeit in den Vordergrund tritt: Die Kurse von Währungen und Anleihen, die als "sicher" gelten, steigen auf ohnehin hohem Niveau weiter. Die Aktienmärkte fallen zunächst für ein paar Tage, wenig später notieren sie nicht selten höher als zuvor. Jedes Mal verstärkt sich die Anomalie weiter. Der „Disconnect“ zwischen Realität und Asset-Preisen nimmt immer krassere Formen an.

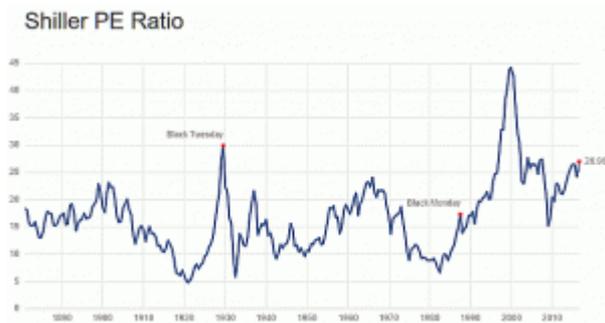
Die Zahl der Anleihen, die eine negative Rendite abwerfen, steigt immer weiter. Die dort investierte Summe hat mittlerweile ein signifikantes Niveau erreicht – und es geht weiter. Mag sein, dass der Sicherheitsaspekt eine Rolle spielt – Bargeld auf dem Konto, noch dazu in Europa, ist weniger sicher aufbewahrt. Mag sein, dass solche Anleihe-Investoren darauf spekulieren, dass die Inflationsrate negativ wird und sie so real noch einen kleinen Gewinn erwirtschaften. Klar sollte ihnen aber auch sein, dass angesichts der überbordenden Verschuldung die Wahrscheinlichkeit immer weiter abnimmt, ihr investiertes Geld noch einmal wieder zu sehen. Ob eine solche Anlage unter diesem Aspekt eine wirklich gute Idee ist?

US-Staatsanleihen sind im weltweiten Vergleich immer noch attraktiv. Und mit Blick auf Gesamtverschuldung, Wirtschaftswachstum, Bevölkerungsstruktur und Innovationskraft sind sie auch sicherer. Die USA also der Einäugige unter den Blinden. Das ist ein Grund, warum der Dollar immer stärker wird – ausländisches Kapital sucht Rendite, vorzugsweise auch noch gehebelt über billige Euro-Kredite.

Die Jagd nach Rendite treibt Kurse und Bewertungen auf ein absurdes Niveau. Bei US-Aktien wird die Talsohle der Gewinnentwicklung gefeiert. Im Juni wurde noch damit gerechnet, dass die Q2-Gewinne im S&P 500 im Jahresvergleich um 5% sinken, jetzt sollen es nur noch –3% sein. Das ist immer noch das fünfte Quartal Gewinnrezession in Folge, aber die Aktienkurse werden von der Erwartung getragen, dass

der Boden der Entwicklung erreicht ist und die Gewinne fortan kräftig sprudeln werden.

Damit das hohe KGV im S&P 500 gerechtfertigt wäre, müssten die Unternehmensgewinne auf Jahressicht um 25% steigen, meint David Rosenberg. Die [Wahrscheinlichkeit dafür ist allerdings gering](#), erst recht angesichts des nicht eben niedrigen Gewinnniveaus und des noch etliche Jahre anemischen Wirtschaftswachstums. Eine Steigerung um 10% auf Jahressicht würde ich schon für optimistisch halten. Das wäre dann in einem Jahr immer noch ein KGV ([nach Shiller, CAPE](#)) von immer noch historisch hohen 24,5, falls der S&P 500 dann auf dem aktuellen Niveau steht.



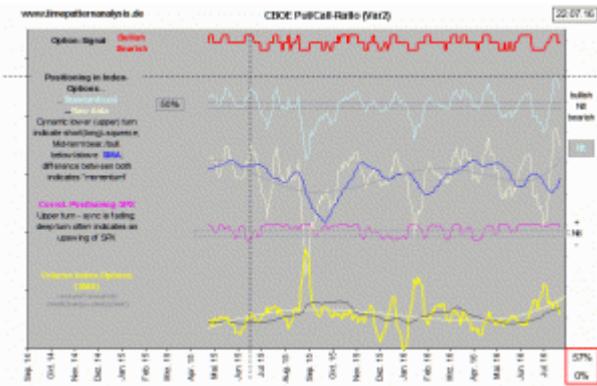
Gut möglich, dass mit Überwindung des Brexit-Schocks und neuen Allzeithochs im S&P 500 nun eine Phase purer Emotion angebrochen ist, in der der Bull-Run seit 2009 allmählich zu Ende geht. Während frühere Aufwärtsschübe in Bullen-Zyklen gewöhnlich getragen sind von soliden Unternehmensergebnissen und wirtschaftlichem Wachstum, könnte die jetzige Aufwärtswelle v.a. beherrscht sein von der Hoffnung, dass eine schnelle fundamentale Erholung die Überbewertung bei Aktien rechtfertigt. Ein solches Umfeld endet stets desaströs und das wird dieses Mal wahrscheinlich nicht anders sein, schreibt z.B. [Lance Roberts](#).

Der S&P 500 zeigt zuletzt nachlassende Dynamik, kurzfristig ist der Index in „unchartered territory“ überkauft. Daher würde ich jetzt eher erwarten, dass er nochmals sein Ausbruchsniveau bei rund 2130 testet. Als „natürliches“ Bullen-Ziel steht im Raum die Oberseite des Aufwärtskanals aus 2009 (dicke braune Linie), sie notiert aktuell bei gut 2230 ([Chartquelle](#)). Dazu muss die Euphorie aber noch ordentlich zulegen.



[Tom McClellan](#) weist auf eine Topping-Situation in einem ETF hin, der dem S&P 500 trackt. In diesem "SPY" sind gegenwärtig nahezu 200 Mrd. Dollar investiert und rund 900 Millionen Fonds-Anteile ausstehend. Um festzustellen, wann die Situation hier überkauft ist, legt er ein Bollingerband um den einfachen 50-Tage gleitenden Mittelwert zugrunde. Demnach befindet sich die Zahl nun drei Standardabweichungen über dem Mittelwert. Das ist für ihn ein Zeichen von exzessivem bullischen Sentiment.

Dies lässt sich durch die Auswertung des Put-Call-Verhältnisses im S&P 500 bestätigen. Das erreichte kürzlich ein Niveau, wie es das in den zurückliegenden mehr als zwei Jahren nicht gegeben hat (Kurve in hellem türkis).

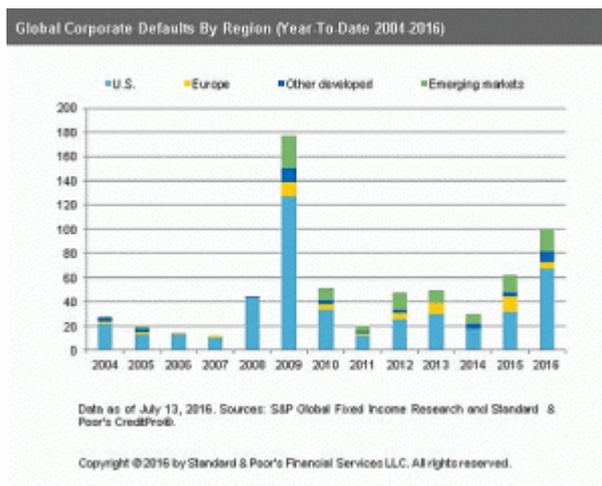


Eine ähnliche Botschaft liefert auch der Verlauf des VIX, Angstmesser an Wall Street. Er notiert auf einem Niveau, das zumindest seit 2009 nicht nachhaltig unterschritten wurde – mit Ausnahme einer Phase im Juni und Juli 2014.

Zusammengefasst: Aktionäre befinden sich im Herdentrieb-Modus, die Sorglosigkeit ist groß, Kursniveau und Aktienbewertung sind hoch. Dementsprechend groß ist auch das Abwärtspotenzial, wenn sich die Realität mal wieder nicht länger ignorieren lässt.

Auch die Entwicklung der Ölpreise scheint bullische Phantasien zu unterstützen. Zwar notieren sie deutlich unter ihren vor einigen Wochen markierten Jahreshochs, aber die Erwartung besteht, dass etwa der Preis für Oil Brent nicht mehr unter 43 Dollar abtauchen, aber auch nicht über 53 Dollar steigen wird. Das würde einerseits die größten Befürchtungen hinsichtlich weiterer Pleiten bei US-Fracking-Unternehmen lindern. Andererseits ist damit auch die Sorge gering, ein explodierender Ölpreis könnte die Konsumlaune der US-Verbraucher beeinträchtigen.

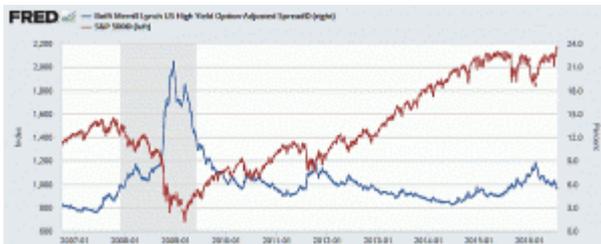
[Edward Altman, Professor an der NY University's Stern School of Business, betrachtet](#) im Markt für Unternehmenskredite vier Parameter – Konkursraten, Erholungsraten, Renditen, bzw. Renditespreads, sowie Liquidität. Solange die Erholungsraten hoch und die Renditen niedrig sind, sowie ausreichend Liquidität zur Verfügung steht, braucht man sich keine Sorgen zu machen, sagt er. Nun macht er aber auf den massiven Anstieg von Unternehmenspleiten in diesem Jahr aufmerksam ([Chartquelle](#)).



Für ihn ist das ein Hinweis darauf, dass sich der 2010 gestartete Kreditzyklus bald in seine Kontraktionsphase übergehen dürfte. Anfang des Jahres hatten Aktionäre noch auf die sich verschlechternden Bedingungen im Kreditsektor, insbesondere bei den High-yield Unternehmensanleihen reagiert. Aktuell aber ignorieren die Aktienmärkte euphoriebedingt sowohl die steigenden Defaultraten, wie

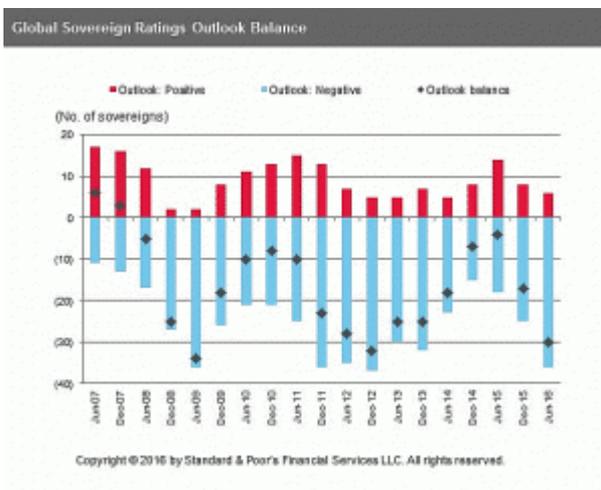
auch die schlechter werdenden Erholungsraten. Dazu beigetragen haben Aktivitäten der Zentralbanken und die Ölpreiserholung, sagt Altman.

Dazu beigetragen hat allerdings auch die Entwicklung der Renditen, bzw. der Rendite-Spreads selbst. Der Renditespread zwischen high-yield Unternehmensanleihen und zehnjährigen TNotes war Anfang Februar bis auf fast 9% angestiegen (der S&P 500 hatte zeitgleich sein bisheriges Jahrestief markiert). Jetzt legt der Spread bei 5,4% und US-Aktien stehen auf Allzeithoch ([Chartquelle](#)).



Damit ignorieren die Aktienmärkte nicht nur die sich verschlechternden Bedingungen am Kreditmarkt in Gestalt der Entwicklung der Unternehmenspleiten, sondern die Kreditmärkte ignorieren diese Entwicklung ebenfalls. Man kann es auch anders formulieren: Beide Finanzmarkt-Segmente spielen die Karte der Hoffnung, rechnen damit, dass das Schlimmste hinter uns liegt und die kommende Entwicklung das rechtfertigt, auf das jetzt massiv gewettet wird. Damit baut sich aber ein deutliches Enttäuschungspotenzial auf, der enorme Abstand zwischen dem Kurs des S&P 500 und dem Rendite-Spread (im obigen Chart) mag dies symbolisieren.

Dazu passt ein Blick auf die globalen Ratings für Staatsschulden. Die Rating-Agentur S&P rechnet damit, dass die Downgrades über das nächste Jahr noch weiter zunehmen ([Chartquelle](#)).



Der S&P 500 befindet sich im Euphorie-Modus. Auch die Märkte für Unternehmensanleihen spielen "heile Welt". Die Finanzmärkte bewegen sich immer mehr in einem Paralleluniversum, in dem Bedrohungen nicht zu existieren scheinen. Damit besteht deutliches Enttäuschungspotenzial.