

Bullische Euphorie

Description

US-Aktien nahmen am Freitag einen großen Schluck aus der Bullen-Pulle. Insbesondere der technologielastrige Nasdaq stieg kräftig an, getrieben hauptsächlich von Aktien der fünf nach Marktkapitalisierung größten Technologiewerte Amazon, Apple, Facebook, Google und Microsoft.

Eine wilde Mischung aus positiv interpretierten Nachrichten bildete den „mentalen“ Hintergrund. So scheint die Trumpsche Steuerreform weitere Hürden im US-Kongress zu nehmen. Das Rennen um die Nachfolge von Fed-Chefin Yellen spitzt sich auf zwei Kandidaten zu: Der Erfinder der Taylor-Regel, der gleichnamige Wirtschaftsprofessor, steht für eine Politik weiterer deutlicher Zinsschritte – nach seinem Regelwerk müsste der US-Leitzins aktuell bei 3,75% liegen und damit 2,5% höher als tatsächlich. Der andere Kandidat, Fed-Gouverneur Jerome Powell, steht eher für das Gegenteil von Taylor, die Fortsetzung der „Zinstauben“-Linie von Yellen. Oder bleibt am Ende Yellen auf ihrem Posten? Da Trump in der Entwicklung der Aktienkurse einen Indikator für seinen eigenen Erfolg sieht, wird ihm vermutlich an einer von den großen Akteuren an den Finanzmärkten favorisierten „Taufe“ gelegen sein. Hinsichtlich der Arbeitsmarktdaten für Oktober, die Ende der kommenden Woche veröffentlicht werden, werden 310.000 neue Arbeitsplätze erwartet – ein gewaltiger Zuwachs, insbesondere nach dem schwachen September. Und last, not least, ist das US-BIP für das dritte Quartal nach erster Schätzung um annualisiert 3% angewachsen nach +3,1% im Vorquartal.

In dieser Gemengelage geht völlig unter, dass das Wachstum der Q3-Gewinne im S&P 500 nur mehr auf 6,7% im Jahresvergleich kommt – nach 12,3% im zweiten Quartal. Ich komme darauf zurück.

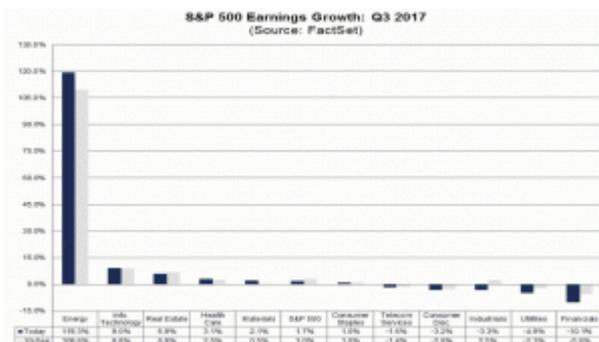
Die Entwicklung des BIP verdient einen Blick hinter die Kulissen. Der Beitrag der Konsumgüter zum Wachstum ist in Q3 mit 1,62% deutlich hinter den Wert für Q2 von 2,24% zurückgefallen. Auch der Beitrag der Investitionen liegt mit 0,25% unter dem Wert des Vorquartals (0,53%). Der Außenbeitrag kommt aktuell auf 0,4% nach 0,2% in Q2. Der entscheidende Schub für das BIP-Wachstum kommt von der Entwicklung der Lager. Der entsprechende Beitrag kommt aktuell auf 0,73% nach 0,12% im Vorquartal. Über längere Zeit ist das ein Nullsummen-Spiel, eine künftige Auflösung der Lagerbestände wirkt sich negativ auf die BIP-Entwicklung aus, insofern ist das ein Einmal-Effekt. Das reale BIP misst die gesamte inländische Produktion, die sogenannten „real final sales“ reflektieren die Nachfrage von Konsumenten, Unternehmen und Staat und schließen somit die Lagerentwicklung aus. Sie kommen für Q3 auf annualisiert +2,25% nach +2,94% in Q2.

Als effektiver annualisierter Deflator wird für die Berechnung des realen BIP in Q3 ein Wert von 2,16%

angenommen. Ein zu geringer Wert würde das reale Wachstum größer erscheinen lassen als es tatsächlich ist. Das reale pro-Kopf-Einkommen ist in Q3 um annualisiert 19 Dollar zurückgegangen, gleichzeitig hat die Sparquote abgenommen. Im Vergleich zum zweiten Quartal 2008 liegt der Wert heute lediglich 7,1% höher, was einem jährlichen Wachstum von 0,74% über die jüngsten 37 Quartale entspricht. Wer sich angesichts dieser Entwicklung wundert, wie die US-Wirtschaft über die Jahre so relativ solide wachsen kann, hat recht.

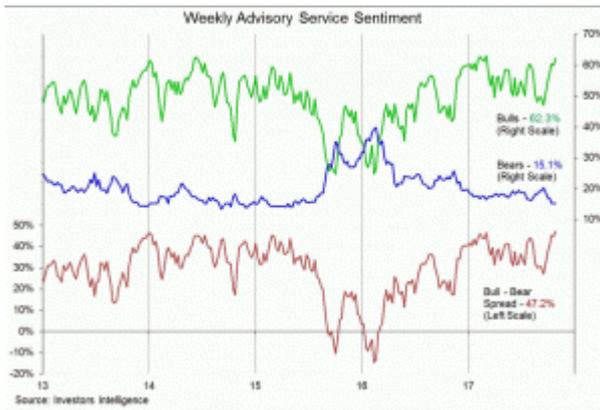
Die ihrer Umsetzung näher kommende Steuerreform stärkte den Dollar in den zurückliegenden Tagen und beflügelte die Aktien der großen Unternehmen, allen voran der von großen Tech-Firmen. Hier möchte natürlich jeder dabei sein, wenn diese Firmen ihre im Ausland deponierten Gewinne nahezu steuerfrei repatriieren und vorzugsweise in der einen oder anderen Form an ihre Aktionäre weitergeben.

Der Berichtssaison für das dritte Quartal ist in vollen Gänge. Die bisher gemeldeten Gewinne im S&P500 sind im Quartalsvergleich um 1,7% angestiegen, per Ende September lag der erwartete Anstieg noch bei 3%. Dabei schlägt der Energiesektor aktuell mit fast +120% zu Buche, am anderen Ende liegt der Finanzsektor mit -10,1% ([Chartquelle](#)).



Der Technologiesektor kommt auf +9% Gewinnzuwachs. Die Gewinnzuwächse bei der Energie sind der Erholung der Ölpreise zuzuschreiben, daher kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Gewinne hier die künftige Entwicklung im S&P 500 weiter im selben Ausmaß unterstützen. Damit ist das auch eher ein einmal-Effekt – es sei denn, man unterstellt, die Ölpreise steigen nachhaltig und kräftig weiter. Der Energiesektor kommt auf etwa 20% Anteil im S&P 500. Rechnet man ihn heraus, würden die Q3-Gewinne im S&P 500 im dritten Quartal nach aktuellem Stand der Berichtssaison quartalssequentiell um 0,2% schrumpfen.

Damit erscheint die Bewertung im S&P 500 sehr ambitioniert ([siehe auch hier!](#)) und die bullische Stimmung bei den Aktionären stark euphorisiert. Das zeigen auch die Zahlen von Investors Intelligence. Der Unterschied zwischen Bullen und Bären ist nicht nur so hoch wie 2013, sondern auch so hoch wie 1987. Und es gibt sogar weniger Bären als 2007 und 1999, den Phasen vor einem starken Kollaps der Aktienkurse ([Chartquelle](#)).



Die Marktbreite befindet sich weiter auf dem Rückzug. Die Volumenverteilung an der NYSE bewegt sich bei zunehmendem Handelsvolumen in Distribution, die technische Qualität hat vor zehn Tagen eine obere Wende eingeleitet. Und das Verhältnis zwischen S&P 500 und VIX zeigt seit ebenfalls deutliche Instabilität. Alle diese Warnzeichen meiner Markt-Indikatoren lassen eine Korrektur immer wahrscheinlicher werden. Das schließt nicht aus, dass noch eine Blowoff-artige Bewegung kommt, in der große Akteure Material gewinnbringend loswerden.

Vom Index-Stand des S&P 500 befinden wir uns knapp unter der Oberseite eines langfristigen Aufwärtskanals (magenta). Das wäre unter technischen Gesichtspunkten ebenfalls eine Situation, die einen zeitweiligen Rückzug wahrscheinlich werden lässt. Vielleicht liefert auch der Jahrestag von Trumps Machtergreifung Anfang November einen Anlass, um zunächst Gewinne in größerem Stil mitzunehmen, bevor man dann noch einmal zulasst ([Chartquelle](#)).



Ich denke allerdings, dass eine anstehende Korrektur noch keinen Bärmarkt einleitet – dazu ist die bullische Kursphantasie einfach noch zu groß. Man will noch mehr Inflation sehen, und man will die ersten Auswirkungen der Steuerreform feiern, insbesondere den Transfer der im Ausland geparkten Gewinne großer US-Unternehmen „erleben“.