

Newsletter September 2016

Wägen und wagen

Die Marktbreite wird im Prinzip immer an den in positiven Trends gehandelten Aktien gemessen. Die Methoden unterscheiden sich nur leicht. So gibt es die Advance Decline-Line, die eine Saldierung der Aktien in steigenden Trends unter Abzug jener in Abwärtstrends über eine bestimmte Periode misst, die kumulative Advance Decline-Line, die gleiches Verfahren ohne Beschränkung auf eine bestimmte Periode darstellt, die New Highs/New Lows-Ratio, welche das Verhältnis zwischen Aktien, die während einer bestimmten Periode, meistens 52 Wochen, neue Höchst- und neue Tiefstkurse registrierten wiedergibt. Diese Messmethoden haben mich nie vollständig überzeugt. Im Prinzip stufen sie gestiegene Aktien positiv und gefallene negativ ein. Bei Unifinanz misst sich die Marktbreite an den sogenannten Ratings. Sie ergeben sich aus der Bewertung einer Fülle technischer Indikatoren die unterschiedlich aufgebaut sind. Nach dieser Methode erreichen Aktien, die einen Abwärtstrend beendet und wieder zu steigen begonnen haben unter Umständen höhere Ratings als Aktien, die auf einem 52-Wochen-Höchststand notieren. Die Qualifikation von Kursniveaus als positiv oder negativ, unabhängig davon, ob sie hoch oder tief sind, hat den Vorteil gegenüber allen anderen Messmethoden, dass die der technischen Analyse inhärente Prozyklizität im Bereich der Marktbreite-Messung deutlich entschärft wird. Dem Prinzip der Vernetzung unterwerfen wir uns durch mehrere Gegenüberstellungen der für die Ratings gemessenen Marktbreite mit anderen die Marktbreite indizierenden marktgenerierten Informationen. Dazu gehören nebst den üblichen kapitalisierungsgewichteten Indizes gleichgewichtete Indizes für alle Regionen und Sektoren. Wenn die Marktbreite schrumpft, müssen die Ratings der gleichgewichteten tiefer als jene der kapitalisierungsgewichteten sein, wenn die Marktbreite z.B. nach einer Baisse wieder zunimmt, umgekehrt. Dann gibt es für grössere Märkte kapitalisierungsgewichtete Indizes die nur aus den Aktien der allergrössten Unternehmen zusammengesetzt sind und kapitalisierungsgewichtete Indizes, die eine viel grössere Zahl von Aktien enthalten. Als Beispiel nenne ich den S&P 100 und den S&P 500, oder den DJ Stoxx Europe 50 und den DJ Stoxx Europe 600. Schrumpft die Marktbreite, sind die mit weniger Titeln zusammengesetzten Indizes relativ stärker als die breit aufgestellten. Eine wichtige Informationsquelle stellt des Weiteren die Kapitalisierung der Sektoren im MSCI Welt dar. Sehr starke Veränderungen der Kapitalisierung einzelner Sektoren geben Auskunft sowohl über Veränderungen in der Marktbreite als auch, ob diese nachhaltig sein dürften oder nicht. Extreme Abweichungen wie z.B. ab April 1998 bis März 2000 in den Sektoren Information Technology und Telecom zulasten defensiver Sektoren wie z.B. Consumer Staples und Healthcare zeugen von einer starken Zuspitzung des Marktprozesses in nicht nachhaltige Phantasien. Somit haben wir eine breite Palette an Möglichkeiten, zu überprüfen, ob unser Modell mit dem Marktprozess

übereinstimmende Daten liefert. Stimmen sie alle zusammen in der Tendenz nicht, muss etwas falsch sein und wir müssen erneut über die Bücher gehen.

Warum spielt die Marktbreite eine grosse Rolle? Weil sie eine wichtige Aussage über die Motivation der Akteure enthält. Eine hohe Marktbreite lässt darauf schliessen, dass die Anlagekategorie Aktie positiv beurteilt wird. Das ist dann der Fall, wenn die Umstände für die Unternehmen günstig beurteilt werden. Die Umstände – das sind die wesentlichen Makrodaten und Schätzungen künftiger Unternehmensgewinne - verändern sich nicht sehr rasch. Aus diesem Grunde konnte bisher immer davon ausgegangen werden, dass eine hohe Marktbreite einen relativ grossen Schutz vor überraschenden Kurseinbrüchen darstellt. Es gab bisher in der ganzen Geschichte der grossen Börsen – und ich habe stets die kleinen, wie z.B. jene von Thailand, Taiwan oder Bolivien davon ausgenommen – keinen Bärenmarkt der sich entwickelt hätte während hohe Marktbreite herrschte. Stets ging die Marktbreite über mehrere Monate zurück bevor ein Bärenmarkt begann. Umgekehrt nahm die Marktbreite auch immer zu bevor ein Bullenmarkt einsetzte. Ich werde später in diesem Newsletter auf diese Feststellung zurückkommen und hinterfragen, ob diese alte Regel zum ersten Mal angezweifelt werden sollte. Zunächst möchte ich aber auf die Marktbreite in den grossen Börsenagglomerationen zu sprechen kommen. Die höchste Marktbreite weist die US-Börse mit 88% auf. Zur Erinnerung was 88% in diesem Zusammenhang bedeutet: 88% der amerikanischen Aktien befinden sich in einer per Saldo positiven technischen Verfassung. Ich sage per Saldo, weil nie alle technischen Indikatoren positiv oder negativ sind. (Stets wird ein Bündel von Indikatoren eingesetzt. Je mehr sich gegenseitig bestätigen, umso klarer ist die Information, die uns der Markt über Preise in kodierter Form übermittelt. Dabei ist aber darauf zu achten, dass die eingesetzten Indikatoren keine Kolinearität aufweisen.) Der Euro-Raum liegt weit zurück mit 59,3%. Gesamteuropäisch gesehen, d.h. inklusive Dänemark, Grossbritannien, Schweden, der Schweiz und Norwegen, liegt diese Zahl mit 65,5% höher. Japan weist die geringste Marktbreite mit lediglich 49,8% auf. Das sind gute Daten für die USA, mässige für Gesamt-Europa und erst recht für den Euro-Raum und schlechte für Japan. Das Momentum ist jedoch leicht besser in Europa als in den USA. Wenn der Börsengarten insbesondere in den USA nun blühend strahlend erscheint so möchte ich darauf hinweisen, dass der Zugang nur offensteht, wenn man bereit ist aus einem bitteren Kelch zu trinken: Das Momentum ist seit 18 Monaten sehr niedrig. Niedriges Momentum eines Indexes muss nicht zwangsläufig heissen, dass alle Konstituenten niedriges Momentum aufweisen. Es kann eine Verzerrung vorliegen, die sich aus der Kapitalisierung ergibt. Es sei daran erinnert, dass nur 100 Aktien 80% der Kapitalisierung des S&P 500 ausmachen. Während der letzten drei Wochen nahm jedoch das Momentum der Einzelaktien auf breiter Front ab. Sehr viele Aktien wiesen einen kurzen Kursschub auf. Danach dümpelten die Kurse vor sich hin. Ähnliches ist in Europa zu beobachten. Das ist beunruhigend, denn es lässt manifest werden, dass die Bullen keine Handlungsurgenz erkennen. Wahrscheinlich kaufen viele Akteure Aktien, weil sie darin das kleinere Übel im Vergleich

mit alternativen Anlagemöglichkeiten erblicken, ähnlich wie in zwei Monaten etliche Stimmen Hillary Clinton zufallen dürften weil Donald Trump das grössere Übel ist, nicht aber weil Hillary Clinton als eine wünschenswerte Präsidentin angesehen wird. Wenn meine Interpretation der Motivation der Bullen nur annähernd richtig ist kann eine Nachricht, die den Markt enttäuscht, den Katalysator für heftige Rückschläge darstellen, womöglich sogar für den Beginn eines Bärenmarktes. Somit sind wir mit einer Situation konfrontiert, die ungewöhnlich ist, weil in der gesamten nachvollziehbaren Börsengeschichte breit aufgestellte Hausse-Märkte nie in eine Baisse gezwungen wurden.

Oft habe ich geschrieben, dass man sich nicht darauf verlassen solle, dass etwas, was nie da war, auch in Zukunft nie sein wird. Dafür ist die Börse ein zu komplexes System, das selbst referentiell ohne zentral koordinierende Instanz funktioniert. Alle Regeln können sich verändern. Gute Markttechniker wissen das und legen ihr Augenmerk stets auf die Möglichkeit, dass aktuelle Verhaltensmuster möglicherweise nicht gleich interpretiert werden können wie gleichartige in der Vergangenheit. So denke ich, dass ein «jamais-vu» im Gegensatz zu einem «déjà-vu» als eine Möglichkeit ins Kalkül zu ziehen ist, nämlich dass ein Nachrichtenschokk einen Bärenmarkt auslösen könnte.

Hat es in der Vergangenheit keine Situationen gegeben, in denen schwaches Momentum und hohe Marktbreite vorlagen, dass gleichzeitig negative Nachrichten eintrafen und trotzdem kein Bärenmarkt entstand? Doch, das hat es gegeben, jedoch befanden sich die Indizes und der grösste Teil der einzelnen Aktien in Konsolidierungen von Aufwärtstrends. Die Bewegungen, die an den Indizes und in einem grossen prozentualen Anteil ihrer Konstituenten seit achtzehn Monaten zu beobachten sind stellen keine Konsolidierungen dar, sondern Transitionsphasen, die positiv oder negativ ausgehen können. In solchen Phasen war die Marktbreite im Gegensatz zu der aktuellen Lage nie auch nur annähernd so positiv wie derzeit in den USA oder auch in Gesamt-Europa. Ich gehe davon aus, dass die Marktbreite ein Artefakt ist der ausgelöst wird durch den Anlagenotstand wegen der Zinssituation in den grossen liquiden Währungsräumen.

Die meines Erachtens sich aufdrängende Vorgehensweise bleibt die gleiche, die ich seit Monaten befürworte: Aktive Selektion betreiben, niedrige Gewichtung pro Aktie (1%, allenfalls bei kleineren Portfolios 2%), Definition nach welchen Kriterien gekauft werden kann und verkauft werden muss, konsequent die Regeln umsetzen und als Teil des Regelwerkes auch vorsehen, unter welchen Umständen das Portfolio durch Einsatz von Index-Futures abgesichert werden muss.

Wilhelm Röpke war ein grosser Ökonom, ein enger Freund von Bundeskanzler Adenauer, der dessen Rat suchte wenn er mit der liberalen Wirtschaftspolitik des Bundeswirtschaftsministers Ludwig Erhard nicht einverstanden war. Auf den Rat Röpkes hörte der Bundeskanzler. So hielt Röpke

seinem Freund Erhard den Rücken frei für jene Wirtschaftspolitik, die wohl als eine der erfolgreichsten aller Zeiten in die Annalen eingehen wird. Röpke hatte eine scharfe Zunge und eine spitze Feder, leider aber keine dicke Haut. Er hinterliess eine Fülle von «Sprüchen», die mich seit Jahrzehnten durch mein Leben begleiten und mir oft in kritischen Situationen Entscheidungshilfen geboten haben. Ein Diktum, das ich hochhalte, lautet: «Wägen und wagen». Mit meinen obigen Ausführungen habe ich versucht, den Markt zu wägen um eine Beteiligung am Geschehen, das nicht ohne Gewinnchancen in vielen Aktien ist, wagen zu können, ohne am Schluss auf einen sarkastischen Spruch von Röpke zurückgreifen zu müssen, der lautet: «Was schief gelaufen ist muss nur richtig erzählt werden.» Wir wollen es doch alle richtig machen, damit wir überhaupt nichts erzählen müssen, weil die Zahlen für sich sprechen!

Unifinanz Trust reg.

Alfons Cortés
Geschäftsführender Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li

