

BÖRSEN-RADAR

Die Kapitulation der Bären

Euphorische Börsenbrief-Schreiber und sehr optimistische Fondsmanager dominieren den Markt – Privatanleger bleiben vorsichtig

Viele Anleger sind derzeit optimistisch bis euphorisch. Dies ist meist ein Zeichen dafür, dass das Kurspotenzial begrenzt ist oder Gefahren lauern. Mit einem grösseren Rückschlag wird aber erst später im Jahr gerechnet.

Michael Rasch

«Aktienmärkte vor Richtungsentscheidung» hiess es in diesen Spalten Mitte Mai, nachdem sich die grossen Indizes in einer monatelangen Schwärzphase befunden hatten und die Stimmung vieler Anleger recht verhalten gewesen war. Inzwischen ist die Entscheidung gefallen: Die grossen amerikanischen Indizes Dow Jones und S&P 500 stiegen auf neue Rekordwerte, der deutsche DAX überwand erstmals in der Geschichte die Marke von 10 000 Punkten, und der Schweizer SMI kletterte mit 8750 Punkten auf ein neues zyklisches Hoch.

Enthusiastische Berater

Auch die Stimmung der Anleger ist sehr stark gestiegen. Doch wenn die Euphorie am Aktienmarkt kaum noch Grenzen kennt, wird es oft gefährlich. Schon Börsen-Altmeister André Kostolany sagte oft, an der Börse müsse man mutig sein, wenn alle Angst haben, und Angst haben, wenn alle mutig sind. Für Anleger, die sich diese Sichtweise zu Herzen nehmen, gibt es derzeit einigen Grund zur Beunruhigung.

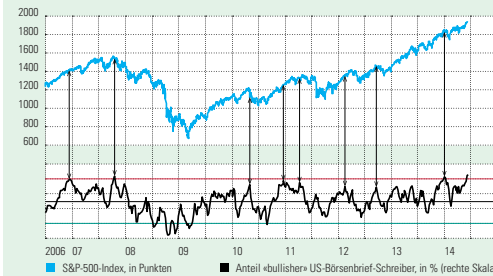
Die Stimmung der amerikanischen Börsenbrief-Schreiber hat letzte Woche nämlich das Stadium der Euphorie erreicht. Nach einem Rally des Dow Jones von 16 000 Punkten im April bis auf knapp 17 000 Punkte Anfang Juni erreichte der Anteil der Bullen mit 62,6% einen Extremwert. Laut dem Finanzanalytiker-Urgestein Dennis Gartman war dies der zweithöchste je gemessene Wert. Lediglich im Dezember des Jahres 2004 wurde gemäss Gartman mit 63% ein höheres Niveau erreicht. Ein Wert von rund 61% wurde im August 1987 und von etwa 62% im Oktober 2007 jeweils direkt vor einem wichtigen Hoch am US-Aktienmarkt gemessen.

Die Stimmung unter den Verfassern von amerikanischen Börsenbriefen wird seit 1963 von Investors Intelligence gemessen. Die Idee geht auf den Gründer AW Cohen zurück. Die Experten dieses privaten Instituts für Research und technische Analyse untersuchen Woche für Woche über 100 unabhängige Börsen-Newsletter und ordnen jeden Autor der Kategorie «bullish» (optimistisch), «bearish» (pessimistisch) oder «correction» (neutral) zu. Seit der Gründung vor gut 50 Jahren gab es nur vier Hauptredakteure bei Investors Intelligence, so dass eine konsistente Einordnung der Stimmung der Börsenbrief-Schreiber gewährleistet wurde.

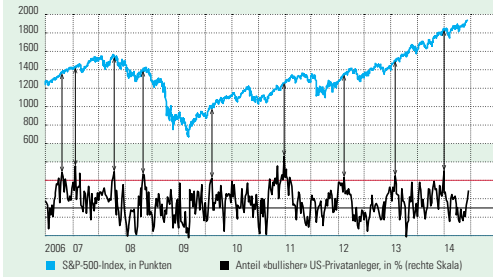
Stimmungskennzeichen sind in aller Regel Kontraindikatoren. Wenn die Stimmung also extrem gut ist, wird dies als Warnzeichen für eine Korrektur gewertet. Ist das Sentiment dagegen extrem schlecht, wird dies als positives Signal für eine baldige Wende zum Besseren erachtet. Dahinter steht die Theorie, dass die Optimisten meist schon investiert haben und somit nicht mehr als Käufer infrage kommen – es fehlt somit an weiterer Kaufkraft. Genau umgekehrt verläuft die Begründung bei einer extrem grossen Zahl an Pessimisten. Diese dürften dann jeweils schon verkauft haben, so dass der Verkaufsdruck aus dem Markt gewichen ist. Dazu kommt, dass Extremwerte beim Anteil der Optimisten und der Pessimisten meist nur nach einem langen Aufwärtstrend bzw. Abwärtstrend auftauchen.

Oftmals folgt auf einen Extremwert zumindest eine kurzzeitige Korrektur. Diese kann durchaus 3% bis 10% umfassen. Für mittelfristige oder langfristige Investoren heisst das aber nicht unbedingt, dass man sofort alle Aktien verkaufen und ins Lager der Pessimisten wechseln muss. Letzteres wäre zwar in den Jahren 1987 und 2007 richtig gewesen, als der «Bullish Consensus» von Investors Intelligence einen ähnlich hohen Wert erreicht hatte wie heute. Doch damals gab es noch zahlreiche andere Warnsignale, die so derzeit noch nicht vorliegen. Die Experten von Investors Intelligence weisen sowieso darauf hin, dass die Daten in der überwiegenden Zeit als neutral zu werten sind. Als nor-

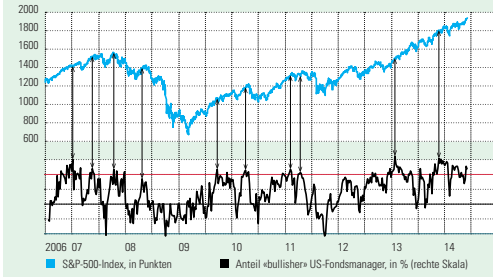
1 Euphorische US-Börsenbrief-Schreiber



2 Immer optimistischere US-Privatanleger



3 Sehr optimistische US-Fondsmanager



QUELLE: WELLENREITER-INVEST NZZ-INFOGRAFIK/Inf.

male Verteilung gelten 45% Optimisten (Bullen), 35% Pessimisten (Bären) und 20% neutrale Marktteilnehmer. Die Berater lagen historisch gesehen vor allem dann falsch, wenn zu viele vor ihnen genau das Gleiche dachten. – Kritiker meinen ohnehin, der statistische Zusammenhang zwischen Extremsituationen bei der Stimmung und der Entwicklung des S&P 500 sei zu gering. Zu diesem Urteil kamen etwa Ken Fisher von Fisher Investments und Meit Statman von der University of Santa Clara in einer vor Jahren veröffentlichten Untersuchung.

Sehr optimistisch, wenngleich noch nicht euphorisch sind auch die nordamerikanischen Fondsmanager. Ihre Zuversicht liegt derzeit auf einem sehr hohen Niveau, wenngleich noch nicht so hoch wie zum Jahreswechsel, als es kurze Zeit später eine Korrektur vor rund 5% am US-Aktienmarkt gab.

Zögerliche Privatanleger

Bei den amerikanischen Privatanlegern herrscht dagegen derzeit kein starker Optimismus und schon gar keine Euphorie. Im Mai waren sie eher neutral bis pessimistisch. Erst Anfang Juni stieg nun der Anteil der Bullen (oder der Optimisten) von 39,5% auf 44,7%. Vor Euphorie reden die meisten Analytiker erst ab Werten von 55%. Die Stimmung unter den Kleinanlegern wird jeweils wöchentlich von der im Jahr 1978 von James Cloonan gegründeten American Association of Individual Investor (AAII) gemessen. Cloonan war angeblich davon überzeugt, dass auch private Investoren besser als der breite Markt abschneiden können, wenn sie die richtige Ausrüstung und die richtige Ausbildung haben. Inzwischen hat die AAII rund 150 000 Mitglieder.

Aufgrund der je nach Anlegergruppe in den USA guten bis euphorischer Stimmung orten einige Beobachter bereits eine Kapitulation der Bären. Doch wenn die Stimmung besonders gut ist sind Gefahren oft nicht fern. Auch aus Sicht anderer Indikatoren mehrheitlich die kurzzeitigen Warnsignale. Mit einem grösseren Rückschlag von 10% oder mehr rechnen viele Analytiker aber erst ab Spätsommer oder Herbst.

EXCHANGE-TRADED FUNDS

Im Index ist nicht immer drin, was draufsteht

Wenn Anbieter wie MSCI das Indexgeschäft beherrschen, ist das für die Investoren eher ein Nachteil

Werner Grundelner · Investieren mit Indexfonds hat etwas Egalitäres: Beim Anlegen mit Exchange-Traded Funds (ETF, börsenkotierte Indexfonds) sind alle gleich bzw. erhalten das Gleiche – das ist zumindest die landläufige Meinung. Doch dem ist nicht so: Performance und Kosten von Indexprodukten auf der gleichen Basis können variieren. Das hat meist mit dem zugrunde liegenden Index und dessen Anbieter zu tun.

Schwergewicht MSCI

Wer in einen ETF investiert, wird es mit grosser Wahrscheinlichkeit mit einem Index des Marktführers MSCI zu tun bekommen. Hinter den vier Buchstaben verbirgt sich ein kotierter Finanzkonzern, der 1986 durch den Kauf von Capital International durch die US-Investmentbank Morgan Stanley entstand. Derzeit hält die Investmentbank noch einen Anteil von 11%. Die grössten Konkurrenten von MSCI sind die Deutsche Börse (Stoxx), Standard & Poor's sowie NYSE Euronext und FTSE.

Für einen ETF-Anbieter ist der Index ein starkes Verkaufsargument. Dieser Benchmark ist die Grundlage jedes ETF und bestimmt dessen Rendite-Risiko-Profil. Ein professioneller Anleger entscheidet sich zuerst für einen konkreten Index und erst in einem zweiten Schritt für den ETF, der

den entsprechenden Index möglichst genau nachbildet. Zurzeit offeriert MSCI weltweit rund 1200 Indizes.

Der Aufbau der einzelnen Indizes von MSCI ist indes wenig transparent. So ist die Auslegung des Begriffs «Weltindex» recht subjektiv. Das Konzept basiert auf dem Börsenwert. Im globalen Index von MSCI sind 6000 Aktien aus 23 Ländern enthalten, darunter keine kleinkapitalisierten Werte. Der genauere Blick zeigt, dass der MSCI-World-Index sehr USA-zentriert ist. Die Dominanz der amerikanischen Aktien führt zu einer hohen Korrelation von etwa 0,95 mit den US-Börsen.

Besonderheiten, die der Anleger kennen sollte, gibt es zahlreiche – zum Beispiel bei den Schwellen- und China-

Indizes von MSCI. Der Index-Anbieter nimmt A-Aktien, die an den Börsen Shanghai und Shenzhen gehandelt werden, nicht in den MSCI-Emerging-Markets-Index auf. Berücksichtigt werden nur die an der Hongkonger Börse gehandelten chinesischen Werte. Somit sind im Schwellenländer- und insbesondere im China-Benchmark Titel nicht enthalten, die man eigentlich schwerwichtig dort erwarten würde.

Performance-Unterschiede

Der Vergleich verschiedener Indizes zum gleichen Markt kann erhebliche Performance-Unterschiede zeigen, wobei diese auf Länderstufe am tiefsten sind. So hat der SMI über drei Jahre

(13. Juni 2011 bis 13. Juni 2014) einen Return von 53,7% erbracht, während der MSCI-Schweiz-Total-Return mit 51,2% rentierte. Bei regionalen Indizes, beispielsweise zwischen MSCI-Emerging-Markets und FTSE-Emerging-Markets, sind die Rendite-Abweichungen grösser, weil Aktienauswahl und -gewichtung stärker variieren.

Vermögensverwalter, die ausschliesslich auf ETF setzen, gaben an, ein guter Index sollte das Marktgeschehen möglichst gut spiegeln. Dafür sollte er mindestens 80% der Marktkapitalisierung abbilden, sagt Alex Hinder von Hinder Asset Management. Philipp Ochsner von Index-Investor ergänzt, es müsse möglich sein, einen Index nachzubilden, so dass eine sehr ähnliche Wertentwicklung wie beim Index gewährleistet werden könne. Dazu müssen die Titel am Markt ohne zusätzliche Eintrittsbarrieren erworben werden können, und die einzelnen Aktien müssen genügend liquide sein.

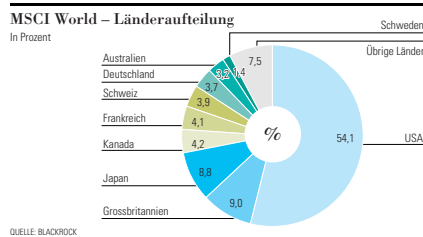
Vielen Investoren ist der Kostenfaktor «Index-Anbieter» nicht bewusst, der bei einer zu grossen Marktdominanz zu einem Problem werden kann. ETF-Anbieter müssen den Index-Firmen eine Lizenzgebühr bezahlen. Wenn ein Anbieter das Geschehen prägt, kann er höhere Lizenzgebühren durchsetzen, was schliesslich zu höheren Kosten für die Anleger führt. Eine zu starke

Stellung könne aber auch gebrochen werden, erklärt Ochsner und verweist auf das Beispiel Vanguard. Dieser ETF-Anbieter hat einige Produkte auf der FTSE-Index umgestellt und so die Macht von MSCI untergraben. Nach Ankündigung des Wechsels ist der Aktienkurs von MSCI stark eingebrochen.

Früher mit Pauschalgebühren

Vor einigen Jahren haben die Index-Anbieter noch eine Pauschalgebühr verlangt. Inzwischen wollen sie aber an der Gewinnen aus dem ETF-Geschäft beteiligt werden und verlangen über die Gebühren einen prozentualen Anteil am verwalteten Vermögen. Besonders bei sehr volumenstarken Indexfonds beispielsweise aus grossen Industrielandern oder Schwellenländern, kann sich das gemäss Hinder auf substanzielle Millionenbeträge belaufen.

Nach Ansicht von Hinder ist der Index das wichtigste Verkaufsargument eines ETF-Anbieters. Kostenüberlegungen im Zusammenhang mit der Index-Unternehmen dürften nach seiner Meinung bei den meisten ETF-Anbietern nicht im Vordergrund stehen. Die Mehrheit der Anleger sei nämlich bereit, einige Basispunkte mehr zu bezahlen, um einem Index zu folgen, den ihnen bekannt sei und dem sie vertrauen, ergänzt Philipp Ochsner.



QUELLE: BLACKROCK

NZZ-INFOGRAFIK/Inf.