

Newsletter April 2019

Die Börse wird bunter

Warum inverse Zinskurven zumindest für Aktien-Kurse nicht immer und umgekehrt eine «Baisse» bedeuten und welcher Überraschungsgast neu zu den bevorzugten Sektoren gehört.

Einer interessanten Studie eines renommierten, in Liechtenstein ansässigen Bankhauses ist zu entnehmen, dass seit 1978 zwischen der US-Zinskurven-Inversion und dem Rezessionsbeginn 12 bis 25 Monate vergingen. Wie hat sich der S&P 500 in diesen Perioden jeweils entwickelt?

Hier die Zahlen:

| Zinskurven-Inversion | Rezessionsbeginn | S&P 500 |
|----------------------|------------------|---------|
| Juli 1978 | Februar 1980 | +14.0% |
| September 1980 | August 1981 | - 9.8% |
| Dezember 1988 | August 1990 | +16.0% |
| April 2000 | April 2001 | -13.9% |
| Januar 2006 | Januar 2007 | +7.6% |

Die recht verbreitete Aussage, eine inverse Zinsstruktur sei ein schlechtes Omen für die Börse, ist offensichtlich mit Vorsicht zu geniessen. Ein Timing-Indikator ist die Zinskurve jedenfalls nicht. Die Frage stellt sich jedoch, warum zwei inverse Strukturen mit Kursverlusten und drei mit Kursgewinnen zusammenfielen.

Der Rückschlag von April 2000 bis April 2001 ist recht einfach zu erklären. Er war Teil eines Bärenmarktes, der auf die geplatzte Blase in den Technologie-, Telekom- und Medien-Sektoren folgte. Die Ursache lag in der vorangegangenen Struktur des Marktes. Ich zitiere aus meiner Kolumne in *Finanz und Wirtschaft* vom 2. Februar 2000: «Innerhalb eines Jahres stieg der S&P 500 um 9%. Das ist einem Anstieg des Technologie-Sektors im S&P 500 um 61% und des Kapitalgüter-Sektors um 6.6% zu verdanken. Alle anderen Sektoren-Indizes blieben entweder stabil oder verloren erheblich, wie die Schlusslichter zeigen: Konsumgüter des täglichen Bedarfs -30%, Pharma -21%, Finanz -16%. Lediglich 25% der New Yorker Aktien schlossen 1999 auf einem höheren Jahresend-Niveau. Historisch gesehen war eine solche Konzentration eines nur über höhere Kurse zu befriedigenden Nachfrage-Überhangs auf wenige Sektoren und Titel immer der

Vorläufer scharfer Korrekturen oder gar länger anhaltender Baisse-Märkte.» Später im Artikel hielt ich fest, dass «...nur Insider der Chart-Technik zu wissen scheinen, dass in New York seit gut einem Jahr eine Baisse herrscht, die durch eine Trend-Akzeleration im Technologie-Bereich camoufliert wurde.» Die Kolumne endete: «Der Volksmund sagte früher, dass weise Anleger die letzten 10% einer Hausse anderen verschenken würden. Es könnte sehr wohl sein, dass die 9%-Zugabe des S&P 500 während der vergangenen zwölf Monate diese letzten 10% darstellten.»

Die andere Verlierer-Periode, jene von September 1980 bis August 1981, wies Ähnlichkeiten auf mit der Marktstruktur, die seit 2015 vorherrscht: Stark divergierende Sektoren in deren Folge der Verlauf des S&P 500 wenig Aussagekraft über den Marktprozess insgesamt hat. Ich greife ein paar Beispiele heraus: In der fraglichen Periode stieg der S&P Aluminium um rund 30% während der S&P Automobile rund 30% verlor. Der S&P Broadcast Media legte rund 25% zu, der S&P Chemicals veränderte sich kaum wie auch der S&P Electric Equipment. Das Hauptthema des Marktes war die Inflation, was dem S&P Gold Mining in der genannten Periode zu einer Verdreifachung verhalf. Trotz der inversen Zinskurve stieg der S&P Machine Tools um beinahe 100%. Genug der Beispiele.

Die Regel, die bei UNIFINANZ seit Jahrzehnten gültig ist und die von Professor Didier Sornette in seinem Buch «Why Stock Markets Crash» im Jahre 2003 bestätigt wird, lautet, dass exogene Schocks nur dann eintreten, wenn die endogenen Voraussetzungen dazu vorlagen. Wörtlich: «*Our view is that the crash has an endogenous origin and that exogenous shocks only serve as triggering factors.*»

Börsen sind, wie Friedrich von Hayek sagte, ein Entdeckungsprozess, der immer auf der Suche nach Anhaltspunkten für kommende Entwicklungen ist. Das erfolgt mit einem intensiven Kommunikationsaustausch. Was davon im Laufe der Zeit verworfen werden muss und was eintritt, bleibt a priori offen. Daher sind Börsen nicht prognostizierbar. Möglich hingegen ist, die Gegenwart auf den Punkt zu bringen und Mustervorhersagen zu erstellen. Dabei sind Vorhersagen von Mustern, die homogene Strukturen aufweisen, viel leichter vorzunehmen als was sich aus heterogenen Strukturen heraus entwickeln mag. Das liegt daran, dass in positiven Strukturen in Aufwärtstrends gute Nachrichten positive Kursreaktionen auslösen und schlechte Nachrichten gar keine oder nur temporäre Rückschläge. In heterogenen Strukturen lösen positive Nachrichten oft keine Reaktion aus und negative Nachrichten schockartige Kursreaktionen. Bekanntermassen liegen heterogene Strukturen seit langem vor. Infolgedessen muss man sich von Monat zu Monat auf der Suche nach Veränderungen vortasten, die einen Bruch bisheriger Muster in Aussicht stellen. Verlässt man jedoch die Muster, die sich aus den vielbeachteten länderbezogenen Indizes ergeben, so

sind die Signale doch recht eindeutig. Nach wie vor spricht alles dafür, ein Übergewicht in Information Technology beizubehalten. Das dahinterstehende Narrativ der schöpferischen Zerstörung im Sinne Schumpeters bleibt wahrscheinlich für etliche Zeit unser Begleiter. Das lässt durchaus zu, dass in Phasen gesteigener Verunsicherung gerade der IT-Sektor am meisten leidet. Das wird nicht auf eine Revolution gegen das Narrativ zurückzuführen sein, sondern darauf, dass die meisten Anleger dazu neigen, Gewinner-Aktien zu verkaufen und Verlierer-Aktien zu halten. Solange nicht die Analyse, die mit dem globalen Marktgeschehen beginnt und von dort aus in die einzelnen Sektoren und Länder vordringt zum Ergebnis kommt, dass ein regelrechter Bärenmarkt wie jener von 2007/2008 hereinbricht, kann davon ausgegangen werden, dass Rückschläge im IT-Sektor rasch wieder aufgeholt werden. Genauso wie Erholungen in schwächeren Sektoren gegen die Richtung etablierter Trends kurzlebiger Natur sein werden. Solche gibt es in einzelnen Aktien, aber in keinem MSCI-Sektoren-Index, wenn meine Definition von Trends übernommen wird, die besagt, dass ein positiver Index-Trend vorliegt solange die Kurse sich innerhalb eines steigenden 20-Monate-Bollinger-Bandes befinden (wohlverstanden: innerhalb des Bandes. Ein Aufwärtstrend liegt auch vor, wenn der 20-Monate-Durchschnitt unterboten wird solange die untere Definition des 20-Monate-Bandes nicht unterboten wird. Meistens entspricht die untere Definition des 20-Monate-Bandes dem gleitenden Durchschnitt von 40 Monaten).

Nebst Information Technology weisen Consumer Staples und Healthcare positive Profile auf. Das ist nichts Neues. Neu hingegen ist, dass das technische Profil im MSCI Industrials sich verbessert, was für sich alleinstehend nicht viel bedeuten würde. Die Entwicklung der chinesischen Indizes lässt aber aufhorchen. Sie sind im ersten Quartal dieses Jahres die stärksten Indizes weltweit gewesen, mit einem Plus von 32.00% für den CSI 300, von 29.27% für den CSI 100, von 27.6% für den Shanghai A-Share-Index und – jetzt kommt die entscheidende Kennzahl – mit einem Plus von 38.51% für den Shenzhen A-Index, d.h. für den letzteren mehr als das Doppelte vom Nasdaq 100, der mit 18.14% ein sicherlich sehr gutes Quartal hatte. Der Shenzhen-A-Share Index ist der industrie-lastigste chinesische Index und er reflektiert die Handlungen der chinesischen Akteure. Hier kommt ein Optimismus zur Konjunktur Chinas zum Ausdruck, der aus den Kommentaren der Analysten nicht herauszulesen ist, ein Optimismus, der auch im Verlauf der Kurse von Rohstoff-Aktien bestätigt wird. Der Nobelpreisträger für Ökonomik Paul Samuelson spöttelte einst, die Börse habe fünf der letzten zwei Rezessionen vorweggenommen. Das mag sein. Trotzdem haben Eugene Fama, Bruno Solnik und Louise Yamada in unabhängigen Studien gezeigt, dass die Börsenkurse der Konjunktur um durchschnittlich sechs bis neun Monate vorausseilen. Mein Verdacht, dass im 4. Quartal 2018 die Angst vor einer Verlangsamung der Konjunktur, eventuell gar vor einer Rezession, zu übertriebenen Aktienverkäufen geführt hat, liegt nahe. Mit einem Gewinn von 16% in diesem Jahr hat der MSCI Industrie-Index besser abgeschnitten als der MSCI Weltindex

(+12.67%) und der S&P 500 (+14.16%). Nach einer Konsolidierung zwischen dem 25. Februar und dem 29. März hat Industrials eine gute Voraussetzung geschaffen, um weiter anzuziehen. Der Sektor wird weiterhin sehr heterogen bleiben. Doch auch hierin liegen, wie der GLOBAL SECTOR MONITOR INDUSTRIALS zeigt, Aktien verborgen, die nicht anderen überlassen werden sollten. So wie in den Ausgaben des AKTIEN MONITOR ASIEN-PAZIFIK frühzeitig auf das Erholungspotential der chinesischen Indizes aufmerksam gemacht wurde, schätze ich, dass es auch im MSCI-Industrials-Index kommen wird: Eine von Konjunktursorgen unbeschadete Erholung, weil der Markt womöglich eine andere Einschätzung des Wirtschaftsgeschehens pflegt als die Augen. Eine andere Möglichkeit liegt darin, dass gerade der Aspekt der schöpferischen Zerstörung in einzelnen Segmenten des Industrie-Sektors zu signifikanten Trends führen kann. Der GLOBAL SECTOR MONITOR INDUSTRIALS wird in der kommenden Ausgabe dieses hier kurz skizzierte Thema à fond behandeln.

Unifinanz Trust reg.

Alfons Cortés
Senior Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li

