Investment
Strategy & Research

Redaktionsschluss 19.05.2014
Veröffentlichung für
Kunden und Abonnenten 20.05.2014
Veröffentlichung im Internet 20.06.2014

11. Ausgabe Mai 2014 | Abonnements unter www.i-s-r.de

I S & R Investment-Report

Im »**IS&R Investment-Report**« untersuchen wir das aktuelle Wirtschafts- und Marktgeschehen und schildern unsere Erwartung auf mittlere Sicht. Wir überwachen viele Indikatoren zeitnah und werden diesen Investment-Report aktualisieren, wenn sich unsere Einstellung grundlegend verändert.

Bemerkungen die satirisch klingen, sind auch so zu verstehen! Übertreibungen und Seitenhiebe werden bewusst gesetzt.

Achtung anschnallen! Was Großes steht bevor!

Bisher verlief das Börsenjahr relativ unspektakulär. Die großen Börsen sind in Euro gerechnet überwiegend leicht gestiegen, wobei die Spanne von einem Verlust in Japan von -10% bis zu einem Gewinn in Italien mit +9% reicht. Ausreißer gibt es in den großen Emerging Markets. Russland verlor rund -12%, Osteuropa verlor -9% – auf der anderen Seite gewinnen Brasilien +13% und Indien +21%.

Auch wenn man Branchen untersucht, so sind die Schwankungen sehr niedrig. Bei den MSCI Welt-Branchenindizes beträgt die Spannbreite von -8% bei Einzelhandelsaktien bis zu +9% bei Versorgen. In den USA ist die Spannbreite etwas größer: von -13% im Gesundheitswesen bis zu +16% bei den Airlines. Nur mal zum Vergleich: Im Jahr 2013 lag die Spannbreite hier von -37% bis zu +33% - sie war also mehr also rund 2,5 mal so groß! An den Nebenmärkten waren die Schwankungen natürlich größer, aber auch nicht extrem.

Für knapp 5 Monate Börsengeschehen sind diese Bewegungen unauffällig. Etwas mehr Bewegung gab es an den Zins-Märkten. Die deutsche Umlaufrendite fiel von 1,65% auf aktuell 1,11%. Auch in den USA – und in anderen Ländern – sind die Zinsen gefallen. Dies führte zu steigenden Kursen bei den Anleihen.

Für die nächsten Wochen und Monate bahnen sich aber große Bewegungen an!

Sogenannte »Sentiment-Indikatoren« messen die Stimmung der Anleger über verschiedene Zeitebenen. Es gibt verschiedene Interpretationsmöglichkeiten wann welche Art von Stimmung gut oder schlecht für den Markt ist. Generell kann man sagen, dass eine sehr negative Stimmung unter den Anlegern für den Markt eher positiv ist – weil jemand, der eine negative Erwartung hat bereits verkauft hat – und umgedreht ist eine sehr positive Stimmung eher negativ für den Markt, weil dann ja bereits jeder gekauft hat. Etwas komplizierter wird die Interpretation vor allem, wenn man auf verschiedenen Zeitebenen unterschiedliche Stimmungen vorfindet. Ein Beispiel: Ist in einem Abwärtstrend die kurzfristige Stimmung sehr negativ, während sich gleichzeitig aber die mittelfristige Stimmung verbessert oder positiv ist, so interpretiert man, dass der Abwärtstrend bald endet, weil die Grundüberzeugung der nicht investierten Anleger sich verbessert.

Ebenfalls gemessen wird die Anzahl der Anleger, die keine Meinung haben – das sind die »neutralen Anleger«. Wenn jemand keine Meinung hat, dann ist er meistens auch nicht investiert. Das Geld liegt auf der Seitenlinie. Der Investor wartet ab, bis etwas passiert wodurch er sich eine Meinung bildet. Danach positioniert sich der Investor entsprechend und setzt auf steigende oder fallende Kurse.

Von der Gruppe der neutralen Anleger gibt es im Moment so einiges zu berichten. In vielen Sentiment-Indikatoren – in Deutschland gibt es zum Beispiel das Institut »Sentix«, in den USA die »American Association of Individual Investors (AAII)« – befindet sich der Anteil der neutralen Anleger für verschiedene Aktienmärkte auf historischen (!!) Höchstständen. Es wurden nicht historische Höchststände erreicht und überschritten – nein – sie wurden sogar massiv überschritten.

Ein sehr ähnliches Bild gibt es nicht nur für viele Aktienindizes, sondern auch für Öl, Gold und verschiedene Währungen.

Was bedeutet das: Wenn die Mehrheit der Anleger keine Meinung hat und folglich nicht oder nur in geringem Umfang investiert ist, dann liegt extrem viel Geld an der Seitenlinie, was auf irgend einen Katalysator

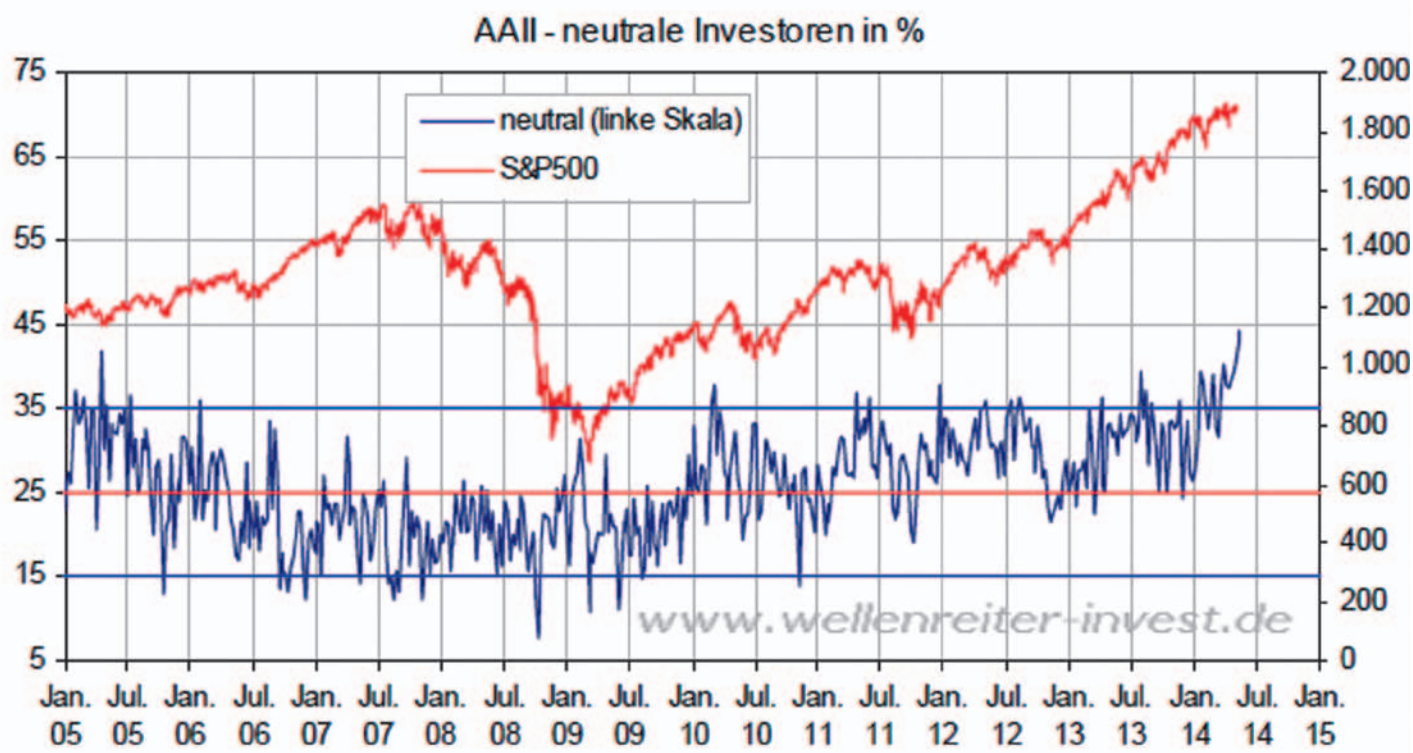

Chart 1: »Neutral« eingestellte Investoren für den amerikanischen Aktineindex S&P500 Quelle: Wellenreiter-Invest

Chart 2: Kaum mehr Bewegung im Ölpreis. Die Handelsspanne verengt sich. Quelle: vwd portfolio manager

wartet. Beginnt dann ein neuer Trend – dann ist viel Geld da, um einen neuen Trend stark auszuprägen. Egal in welche Richtung der Trend geht.

Wenn man nun – wie aktuell – in sehr vielen Märkten historische Höchststände für die Gruppe der neutralen Anleger verzeichnet, dann muss man annehmen, dass der nächste Trend auch entsprechend groß wird.

In der Vergangenheit war zu beobachten, dass extreme Neutralitäts-Werte zeitlich nur ein kurzes Phänomen waren. Es ist also nicht zu erwarten, dass dieser Zustand über viele Wochen oder gar Monate anhalten wird. Eher ist anzunehmen, dass die Entscheidung in den nächsten Tagen oder binnen (sehr) weniger Wochen gesucht wird.

Das einmalige im Moment sind dabei nicht nur die Extremwerte in vielen Neutralitäts-Indizes, sondern eben auch die vielen anderen Märkte (Rohstoffe, Devisen), für die solche Extrema zu finden sind – das dürfte das Potential für die nächste Bewegung nochmals dramatisch steigern.

Zusätzlich befinden sich viele Märkte – wie anfangs beschrieben – in relativ engen Handelsspannen. Im Ölpreis gab es seit rund 3 Jahren keine Bewegung mehr, die größer war als 27%, seit eineinhalb Jahren betrug die maximale Schwankung 16% und in den letzten 7 Monaten, schwankte der Ölpreis mit weniger als 7% so gut wie gar nicht mehr.

Die enge Handelsspanne im Öl wird sich demnächst auflösen. Viel Zeit wird nicht mehr vergehen. Technisch gesehen ist es jedoch offen, ob die Bewegung rauf oder runter gehen wird.

Der Goldpreis pendelt seit dem Absturz im letzten Frühjahr auch in recht engen Spannen zwischen rund 1.200 Dollar und 1.400 Dollar – und auch hier hat sich die Spannweite in den letzten Wochen weiter verengt.

Im Euro/US-Dollar ist ein sehr ähnliches Bild anzutreffen. Seit 2012 verengt sich die Handelsspanne immer weiter:

Auch hier sollte die Auflösung der Spanne unmittelbar bevor stehen. Technisch gesehen ist die Standard-Erwartung bei einer sogenannten »Keil-Formation«, dass der Kurs nach unten aus der Formation ausbricht und dann deutlich fallen wird. Das würde heißen, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro stärker werden würde.

Für viele Aktienmärkte gilt, dass sie zwar per Saldo gestiegen sind, aber dass die Anstiege relativ undynamisch ausgefallen sind. Viele Kommentatoren taten und tun sich schwer damit das Bild einzuordnen. So erreichte zum Beispiel der Dow Jones Index immer wieder neue Allzeit-Hochs, nur um dann wenige Tage danach dynamisch zu fallen. Die Standard-Erwartung aus dem Lehrbuch ist in so einem Fall ein »Fehlausbruch« – der

Chart 3: Kaum mehr Bewegung im Euro-US-Dollar-Verhältnis.
Die Handelsspanne verengt sich auch hier.

Quelle: vwd portfolio manager

zu deutlich weiter fallenden Kursen führen sollte. Regelmäßig beließ der Dow Jones es aber bei Korrekturen zwischen 5% und 7%, nur um dann erneut zu einem Allzeithoch anzusteigen. Auch dieses Spiel geschieht nun schon seit fast zwei Jahren.

Zusammengefasst hat sich in den letzten Monaten an den unterschiedlichsten Märkten eine enorme Spannung aufgebaut. Untermauert wird diese Spannung nun noch durch die extremen Neutralitäts-Indizes. Dieser Datencocktail lässt nur einen einzigen Schluss zu: Die nächste Bewegung wird sehr heftig und vermutlich auch sehr groß. Gleichzeitig wird es in vielen Märkten und Asset-Klassen auf einmal zu großer Bewegung kommen.

Rauf oder Runter?

Insofern stellt sich natürlich die Frage, in welche Richtung denn diese Bewegung gehen wird.

Ich möchte Sie an dieser Stelle nicht langweilen und mit zu viel Theorie versorgen, deswegen fasse ich nur kurz einige Beispiele zusammen, die für steigende oder fallende Märkte sprechen – sofern Sie im Detail Informationen möchten, können wir Ihnen diese natürlich liefern, bzw. mit Ihnen diskutieren:

Gründe für fallende Märkte

Fundamental:

- Ukraine-Krise
- Wachstums-Abschwächung in China
- Reduzierung der Notenbank-Maßnahmen in den USA
- Wirkungsloses Verpuffen der Notenbank-Maßnahmen in Japan (Abenomics)
- US-Aktien teuer
- Krise in den südeuropäischen Ländern scheint sich abzumildern
- Stress-Test für europäische Banken
- Crash-Prognosen von sehr unterschiedlichen »Gurus« (Ralph Acampora, George Soros, Marc Faber, Tom DeMark);

Technisch/Statistisch:

- Fallende Zinsen – diese können Vorboten einer Rezession oder eines Börsen-Crashs sein
- US-Präsidentschaftszyklus (bekannt als 4-Jahreszyklus – das sog. »Zwischenwahljahr« (Midterm-year) steht statistisch für das schlechteste Börsenjahr in einem Präsidentschaftszyklus) – siehe auch Grafik – aktuell beträgt der maximale Verlust des Dow Jones Index im Jahr 2014 gerade mal 7% - was historisch extrem niedrig für ein Zwischenwahljahr ist
- Saisonalität (statistisch eindeutig belegt ist, dass der Zeitraum zwischen Mai und Oktober in der Vergangenheit zu deutlich un-

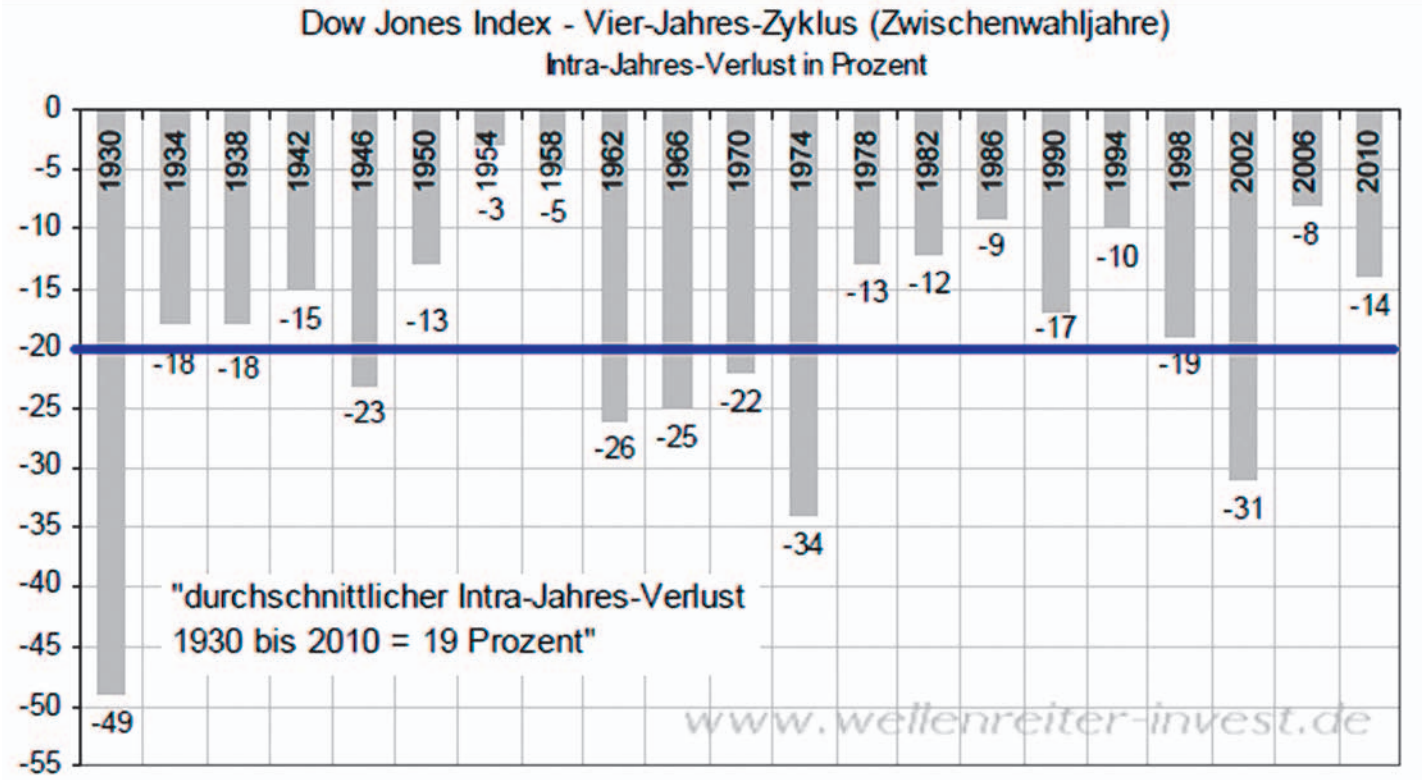

Chart 4: Der maximale Verlust innerhalb eines sog. »Zwischenwahljahres« in der Vergangenheit. Quelle: Wellenreiter-Invest

terdurchschnittlichen Börsenentwicklungen beigetragen hat)

- Abschwächung der Aufwärtsdynamik (»Momentum-Verlust) – was eine mögliche Top-Bildung bedeuten kann
- Länge und Dauer der Aufwärtsbewegung seit 2009 ist bereits sehr ausgeprägt – rein statistisch muss es deshalb mal wieder zu einem deutlichen Rückgang an den Aktienmärkten kommen

Gründe für steigende Märkte

Fundamental:

- Jeweils die (friedliche) Lösung, bzw. das Gegenteil der zuvor genannten Gründe
- Aktien in Europa nicht teuer, teils billig
- Aktien in vielen Emerging Markets billig
- neue Maßnahmen der EZB (negative Zinsen sind angedacht!)

Technisch/Statistisch:

- Große Angst vor einem deutlichen Kurs-Rutsch führt zu erhöhten Cashbeständen bei Portfolio-Verwaltern

Ansonsten kaum Positives zu finden!

In der Tat ist es schwer außerhalb von sogenannten Makrt-Breite-Indikatoren, wozu ja auch der auf unserer Website veröffentlichte Welt-Trend-Indikator gehört – positive Daten zu finden.

- siehe auch: www.i-s-r.de/wti

Ich neige aber dazu, die vielen Crash-Warnungen der Gurus und von vielen Medien (»Der Aktionär«, »Die Welt«) als positives Signal zu werten. Ein Crash kommt nicht mit Ankündigung.

Entgegen der gängigen Lehre interpretiere ich auch die extrem hohen Neutralitäts-Werte als positives Zeichen. Zwar stimme ich der Theorie zu, dass viele neutrale Anleger am Ende zu einer massiven Bewegung führen und dass die Bewegung sowohl nach oben, als auch nach unten gehen kann – schön zu sehen in Chart 1: Die hohe Neutralität im Sommer 2011 führte direkt in die kleine Sommer-Panik, kurz danach führte die hohe Neutralität im Winter 2011/2012 zu einem massiven Anstieg im Index. Trotzdem werte ich eine hohe Neutralität eher positiv, weil sehr viele Privat-Anleger, aber auch viele institutionelle Investoren nicht die Entscheidung treffen »long oder short« – also auf steigende oder fallende Kurse zu setzen, sondern lediglich entscheiden »long oder gar nicht« – also entweder man setzt auf steigende Aktienkurse oder man lässt das Geld einfach auf dem Cash-Konto. Nach dieser Theorie werte ich eine hohe Neutralität also leicht positiv – jedoch würde ich das nicht überbewerten.

Ebenfalls positiv werte ich die vielen negativen Faktoren, die auch breit in den Medien und in der Börsen-

berichterstattung diskutiert werden. Jedem ist klar, warum es demnächst fallen sollte oder sogar fallen muss.

Einen deutlichen Anstieg der Märkte hat aber kaum jemand auf der Karte.

Schlussfolgerung

Die Warnsignale von Seiten der Markttechnik, der Markt-Struktur-Daten und den potentiellen, fundamentalen Gefahren sind enorm. Hinzu kommt die Extrem-Situation in den Sentiment-Indikatoren. Deshalb sollte man sich auf die Möglichkeit einer deutlichen und massiven Abwärtsbewegung vorbereiten. Ein neues Aktienengagement sollte aktuell nicht oder nur in beschränktem Umfang vorgenommen werden.

Man muss aber auch das Gegenteil in Erwägung ziehen. Insofern raten wir auch nicht bestehende Aktienpositionen nur wegen der Möglichkeit eines Einbruchs zu verkaufen.

Fest steht für uns, dass die nächste Bewegung sehr ausgeprägt sein wird und dass diese sich nicht nur auf einen Markt beschränken wird, sondern viele Märkte auf einmal erfasst. Folglich rechnen wir also damit, dass diese Bewegung nicht komplett sprunghaft passieren wird, sondern sich (dynamisch) entwickeln wird. Folglich bleibt Zeit abzuwarten in welche Richtung die Märkte sich entwickeln, um dann zu reagieren und Positionen zu kaufen, verkaufen oder abzusichern. Zugegebener Maßen muss man jedoch annehmen, dass das Zeitfenster für die Reaktion aber nicht allzu groß sein wird. Sollten Sie also einen längeren Urlaub oder andere Abwesenheit einplanen, bitten wir Sie sich vorher mit uns in Verbindung zu setzen, um ggf. Maßnahmen für Ihr Depot zu planen. Auch sollten Sie sich keinesfalls von uns genötigt sehen irgendeine Position zu besitzen oder nicht zu besitzen. Wenn für Sie persönlich die positiven Faktoren überwiegen, dann erhöhen Sie die Aktienquote; wenn für Sie die negativen Faktoren oder die Angst überwiegen, dann reduzieren Sie diese Quoten. Wie angedeutet vermuten wird, dass am Ende (etwas) Zeit bleibt und die dass die Märkte entsprechende Signale liefern werden, um eventuelle Fehlentscheidungen dann nochmal (mit nur geringen Verlusten) zu revidieren oder Positionen auch komplett zu drehen.

Die Meinungen rund um die Kapitalerhöhung bei der Deutsche Bank als Exempel für die aktuelle Situation am Gesamtmarkt

Am heutigen Montag, den 19.05.2014 beherrscht eine Meldung vom Sonntag Abend aus der Bankenbranche die Wirtschaftsnachrichten: »Die Deutsche Bank plant eine gigantische Kapitalerhöhung« (Focus Online). Die Deutsche Bank will über eine Kapitalerhöhung 8 Milliarden Euro an Eigenkapital einsammeln. Eigentlich kommentieren wir keine Einzeltitel und wir geben keinerlei Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu Einzeltiteln – was wir auch gar nicht dürften. Die Nachrichtenlage zu dieser Kapitalerhöhung zeigt jedoch sehr praxisnah wie extrem im Moment das Spannungsfeld an der Börse ist.

Eine Kapitalerhöhung reduziert zunächst einmal den Gewinn pro Aktie. Deshalb fallen Aktienkurse bei Kapitalerhöhung normalerweise. So fällt am heutigen Montag auch die Aktie der Deutschen Bank. Die Frage ist aber, welche mittelfristige Bedeutung diese Kapitalerhöhung hat und was die Anleger alles da hinein interpretieren.

Folgende Meldungen und Meinungen haben wir alleine am Montag morgen bereits vernommen:

- Die Deutsche Bank will kein Risiko bei den kommenden Stresstests eingehen und hat sich deshalb bereits einen strategischen Partner gesucht.
- Die Deutsche Bank will allen anderen Banken im Vorfeld der kommenden Stresstests zuvorkommen
- Deutsche Bank droht durch den Stresstest zu fallen, deswegen hat man in der Not schnell einen strategischen Partner aufgenommen
- Die Deutsche Bank erhöht das Kapital um 3 Milliarden Euro mehr, als von Analysten erwartet – stecken noch so viele unbekannte Risiken in der Bilanz?
- Die Deutsche Bank erhöht das Kapital um 3 Milliarden Euro mehr, als von Analysten erwartet – damit stellt sie die Weichen für zukünftiges Wachstum und beendet die Eigenkapitaldiskussionen auf einen Schlag
- Scheichs bei Deutscher Bank – schon bei Daimler machten die Scheichs schlechte Erfahrungen mit Dax-Konzernen – droht sich die Geschichte zu wiederholen ?
- Scheichs bei Deutscher Bank – Erfolgsmodell VW als Vorlage ?
- Deutsche Bank erhöht das Kapital um 8 Milliarden Euro – langfristig wird sehr viel mehr Kapital nötig sein.

Bei all den Meldungen muss man sich Fragen, was nun zutreffend ist?

Ein Not-Ausverkauf in letzter Sekunde vor der drohenden Pleite, das Einge-

stehen, dass demnächst noch viele Schwarze Löcher in der Bilanz zu finden sein werden, die Furcht vor dem Stresstest, ein zukunftsweisender Schachzug der Deutschen Bank, ein günstiger Zukauf eines hoch intelligenten Scheichs oder ist es dumme Geldverschwendung von einem Emirat, das sowieso nicht weiß, wohin mit dem Geld?

Der Kurs der Deutschen Bank bewegt sich übrigens – wie die oben beschriebenen Indizes, Rohstoffe und Währungen – seit Ende 2012 in einem verdächtig engen Band. In der Vergangenheit gab es selten so lange Phasen mit so niedriger Schwankung. Es folgten jeweils massive Bewegungen – mal nach oben (Mitte der 90er), mal nach unten (2011).

Die Frage um den zukünftigen Kurs der Deutschen Bank wird am Ende nicht durch die Höhe der Kapitalerhöhung und die unmittelbare Reaktion darauf beantwortet werden, sondern durch die Interpretation der Investoren.

Ist die Kapitalerhöhung eine schnelle Zwangsmaßnahme, die nur einen von vielen nötigen, schmerzhaften Schritten in einem Anpassungsprozess darstellt oder ist es ein Befreiungsschlag von ewigen Unsicherheits-Diskussionen oder ist es sogar die Grundlage für zukünftige Wachstumspfade. Vermutlich wird die Entscheidung über die Richtung der Aktie nicht binnen weniger Tage gelegt, sondern es wird etwas Zeit vergehen bis die ersten neuen Erkenntnisse vorliegen.

So – oder so ähnlich ist aber auch die Situation in vielen Märkten. Und genauso, wie binnen weniger Stunden jede Mögliche Meinung – von extrem positiv bis hin zu extrem negativ - zu einer Meldung aus der Wirtschaft veröffentlich wurde, wird es auch zu den großen Märkten ähnliche Meldungen geben. Die Frage ist nicht, welche Meinungen es gibt, sondern welche der Meinungen am Ende die Investoren überzeugt und zum Handeln veranlasst.

Zu Aktien der Deutschen Bank haben wir keine Meinung und wir dürften sie auch nicht publizieren. Zum Gesamtmarkt haben wir aufgrund der oben geschilderten Punkte aktuell auch keine klare Meinung, tendieren jedoch eher zum positiven Szenario. Man sollte sich aber seiner Meinung nicht zu sicher sein und sich niemals in ein Szenario »verlieben«. Sonst wird man schnell auf dem komplett falschen Fuß erwischt.

Verfasser:
Tobias Kunkel
Geschäftsführer der IS&R GmbH, geprüfter Bankfachwirt (IHK), technischer Analyst (CFT / DITA I +II)

Risikohinweise, Haftungsausschluss, Interessenskonflikte

Bei vorliegender Publikation handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse. Die Publikation gibt lediglich die Meinung des jeweiligen Verfassers wieder. Es wird in keinem Fall zum Kauf oder Verkauf irgendwelcher Wertpapiere aufgefordert. Diese Publikation ersetzt keine persönliche Anlageberatung. Der Handel mit Wertpapieren birgt erhebliche Risiken – bis hin zum Totalverlust. Weder der jeweilige Autor, noch die IS&R GmbH haften für den Eintritt der getroffenen Aussagen. Möglicher Interessenskonflikt: Die IS&R GmbH, deren Kunden und Mitarbeiter können in den besprochenen Märkten, Wertpapieren oder ähnlichen Papieren investiert sein.

Impressum

Herausgeber: I S & R GmbH, Mittelstraße 10, 49593 Bersenbrück,
Geschäftsführer: Tobias Kunkel, HRB 205764,
Amtsgericht Osnabrück, Tel. +49 5439 809138-0,
Fax +49 5439 809138-19, info@i-s-r.de, www.i-s-r.de
Illustrationen: Rudolf Schuppler, www.grafik-schuppler.at
Layout & Satz: ebene23 · Medien- und Webdesign · www.ebene23.de
Der Herausgeber ist zugleich Ansprechpartner aller Verantwortlichen. Erfüllungsort und Gerichtsstand ist Osnabrück. Nachdrucke und Veröffentlichungen, auch in Auszügen, sind nur mit schriftlicher Genehmigung gestattet.