

Nach dem Window-Dressing zum Quartalsende

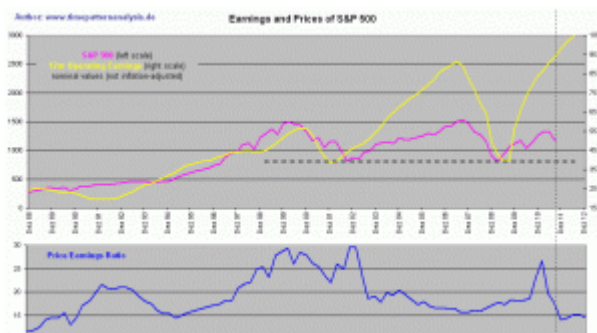
Description

Mancher hatte über das zurückliegende Wochenende eine „stimulierende“ Nachricht aus New York erwartet. Schließlich hatten da Weltbank und IWF ihre Herbsttagung abgehalten und alle „Größen“ aus der Finanzindustrie waren versammelt. Als es dann nichts wurde mit der befreienden Nachricht, startete die Woche zunächst in rot.

Das änderte sich, was Aktien betrifft, rasch. Schließlich stand das Quartalsende vor der Tür, da wurde viel investiert, um die Kurse hoch zu halten. Dies war nach dem katastrophalen Verlauf der zurückliegenden Monate aus Bilanzgründen auch bitter nötig. Allerdings blieb die Nervosität hoch, es kam zwischendrin immer wieder zu Gewinnmitnahmen.

Auffallend war die relative (teilweise auch absolute) Schwäche der Technologie-Aktien. Hier spielten negative Ertrags- und Umsatzmeldungen aus dem Halbleiterbereich eine besondere Rolle. Die Gewinnerwartungen in der Technologie wurden durch das gesamte dritte Quartal hoch gehalten worden, während sie in allen anderen Sektoren zurückgenommen wurden. Dies wird sich nicht durchhalten lassen, Kursverluste bei Technologiewerten sind die unausweichliche Folge.

Überhaupt: Der Verlauf der tatsächlichen, bzw. erwarteten Gewinne im S&P 500 und der Index klaffen mittlerweile erheblich auseinander (siehe Chart!). Entweder werden die Gewinnerwartungen weiter nach unten angepasst oder das aktuelle Kursniveau wird von den Akteuren als attraktiv angesehen und so fände der Anpassungsprozess dann anders herum statt. Die Wahrscheinlichkeit für die erst genannte Alternative ist höher.



Das dringend benötigte Window-Dressing brauchte natürlich eine Nachricht. Und weil aus New York nichts

kam, wurden Hoffnungen hoch gepuscht, der EFSF würde, nachdem erst im Jul aufgestockt, nun auch gehebelt. Der Daily Telegraph schrieb, der EFSF könnte mit einer CDO-ähnlichen Struktur bis zu einem Volumen von 2 Bill. Euro verfügen, wenn er die Möglichkeit erhält, bei der EZB Kredite aufzunehmen. Umgehend kamen Dementis von allen möglichen Eurozonen-Regierungen, aber das wurde von den "Märkten" erst einmal nicht zur Kenntnis genommen.

Die deutsche Regierung dementierte besonders lautstark. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass in Kürze genau das in die Wege geleitet wird. In einem bemerkenswerten Interview hat der Präsident des Bundesverfassungsgerichts klar gestellt: „[Mehr Europa lässt das Grundgesetz kaum zu](#)“. (Siehe entsprechender Artikel im Blog!). Schon die im Juli beschlossene Ausweitung des EFSF dürfte danach verfassungsrechtlich bedenklich sein, die Hebelung würde einer gerichtlichen Prüfung sicher nicht standhalten.

In der Ausgabe März/April 2000 des „Financial Analysts Journal“ hatte Cliff Asness den Verlauf der Aktiendividendenerträge im Vergleich zur Entwicklung an den Bond-Märkten analysiert. Dies hat Mark Hulbert in Marketwatch wieder aus der Versenkung geholt. In den 1980er und 1990er Jahren haben Dividenden kaum eine Rolle gespielt, schreibt Asness, da kam es -v.a. ab Mitte der 1990er- nur auf Kursgewinne an. Die meist-verbreiteten Aktien warfen damals überhaupt keine Dividende ab. Ganz anders vor 1958. Die Dividendenerträge lagen „in der guten alten Zeit“ über dem 10jährigen Zins (siehe Chart!). Nach Asness war der Grund, dass Anleger bei Aktien eine höhere Volatilität erwarteten als bei Bonds. Um dies auszugleichen, hätten Aktien eine höhere Verzinsung bieten müssen als Bonds.



In der Tat ist in den zurückliegenden Jahrzehnten in Vergessenheit geraten, dass es bei Aktien zwei Verdienstkomponten gibt, Dividenden und Kursgewinne. Seit den frühen 1980er Jahren, nach dem Platzen der damaligen Kreditblase, setzte eine nachhaltige Steigerung der Aktienkurse ein, die Volatilität sank damit allmählich, Kursgewinne wurden „verlässlich“, und so trat der Aspekt der Dividendenerträge in den Hintergrund.

Mit der zuletzt stark gestiegenen Volatilität bei Aktien könnte sich das Bild nach über 50 Jahren möglicherweise jetzt wieder umkehren. Jedenfalls liegen aktuell Dividendenrendite und Treasury-Rendite (10yr) gleichauf. Dies war schon einmal kurz so, Ende 2008 bis Anfang 2009.

Und an dieser Stelle komme ich zurück auf die „notleidenden“ Bond-Halter von weiter oben. Diese Anlegergruppe wäre prädestiniert für Dividenden-starke Aktien. Mit ihrer Kapitalstärke könnten sie als starke Nachfrager-Gruppe auftreten und solchen Papieren eine solide Kursentwicklung beschern. Sicherlich ist es noch etwas früh, hier von einer epochalen Wende am Aktienmarkt zu sprechen. Aber es lohnt sich, die weitere Entwicklung genau zu beobachten. Dividenden-starke Titel kommen v.a. aus dem Versorgerbereich, der Pharmaindustrie und dem nicht-zyklischen Konsumgütersektor.

Unterstützt würde eine solche Entwicklung durch steigende Volatilität an den Bond-Märkten. Dies würde dazu passen, dass diese „sicheren Häfen“ mit der sich verschärfenden Staatsschuldenkrise allmählich auch unter Druck kommen. Das hieraus flüchtende Kapital sucht neue Anlage – und könnte sie ebenfalls in

„behändigen“ und für sicher erachteten großen Dividentiteln finden.

Der scharfe Obama-Kritiker Asness weist übrigens auch zurecht auf das lange Anleger-Gedächtnis hin: Die Große Depression hätte ihren Nachhall weit über deren Ende hinaus gehabt, das hätte die Dividendenrendite für lange Zeit hoch gehalten.

Das weltweit in ETFs investierte Vermögen (Assets under Management) ist infolge der seit August kontrahierenden Märkte um 68 Mrd. Dollar auf 1,575 Bill. Dollar zurückgegangen – minus rund vier Prozent. Der MSCI-World-Index fiel im gleichen Zeitraum um 7,3%. In Aktien-ETFs waren insgesamt 1,055 Bill. Dollar USD investiert, es kam im Aug zu Nettoabflüssen in Höhe von 4 Mrd. Dollar. Während netto 2,6 Mrd. Dollar in US-ETFs flossen, wurden aus den Emerging Markets 4,8 Mrd. Dollar abgezogen, aus Asien dabei rund 1,3 Mrd. Dollar. Europa verzeichnete ein leichtes Plus von 100 Mio. Dollar.

Der Bereich „Fixed Income“ legte um 5,8 Mrd. Dollar auf insgesamt 243,2 Mrd. Dollar zu. Leicht zulegen konnten weltweit auch Rohstoff-ETFs mit Netto-Zuflüssen in Höhe von 2 Mrd. Dollar, hier sind jetzt 61,6 Mrd. Dollar investiert. Aus der kleinsten Kategorie, den Währungs-ETFs, mit einem weltweiten Gesamtvermögen in Höhe von 1,9 Mrd. Dollar flossen rund 200 Mio. Dollar ab.

68% des global verwalteten ETF-Vermögens entfällt auf die USA, 22% auf Europa, sechs Prozent auf die Region Asien/Pazifik. Größter ETF-Anbieter mit einem "Asset under Management" in Höhe von 602 Mrd. Dollar ist nach wie vor iShares mit einem Marktanteil von 38%. State Street Global Advisors folgt mit einem Marktanteil von 17%, Vanguard belegt mit 11% Marktanteil den dritten Platz.

Und wie geht es nach dem Quartalsende an den Aktienmärkten weiter? Wahrscheinlich abwärts, nachdem der Grund für Kurspflege mit dem heutigen Börsenschluss wegfällt. Der S&P 500 hatte es zuletzt schon nicht mehr vermocht, an die Obergrenze der vermuteten Seitwärtsspanne bei 1220 zu laufen; schon die EMA14 bei knapp 1170 bot Widerstand. Und so dürfte ein erneuter Test der Mitte dieser Spanne bei 1120 anstehen. Zum großen Bild siehe im Blog: "[Nächste Abwärtswelle?](#)". Ob dieser Pegel dieses Mal hält, ist mehr als fraglich.

Robin Griffith, Cazenove Capital, schreibt in der FAZ vom Mittwoch dieser Woche, der S&P 500 könne bis Ende Oktober auf etwa 940 fallen. Hier sei eine Erholung möglich, die bis Anfang 2012 anhält. Griffith geht davon aus, dass sich die breiten Aktienmärkte seit 2000 in einem säkularen Bärenmarkt befinden, der erst 2020 endet.

Nachtrag: Und noch eine Meinung zu künftigen Aktienkursen, hier von der zyklischen Prognose der TimePatternAnalysis zum Verlauf des NDX.

