



Vorsicht vor der Börse

Während die Notenbanken die Anleger in die **Aktienmärkte** treiben, schalten an den Börsen immer mehr Ampeln auf Rot. Die Gefahr eines heftigen Rückschlags nimmt zu. Die Absicherung des Depots macht Sinn.

ERICH GERBL TEXT

Doug Ramsey ist ein Überläufer. Der Geldmanager der Leuthold Group LLC hat das Lager der Bullen verlassen und ist zum Bären mutiert. Ramsey glaubt also nicht mehr an eine Fortsetzung des Aufschwungs an den Aktienbörsen, sondern an eine kräftige Korrektur – von bis zu 30 Prozent. Ramsey war einer der ersten Anhänger des Bullenmarktes und hat bereits 2009 auf steigende Kurse gesetzt.

Der Pessimismus von Ramsey ist verständlich. Die Aktienhausse an der Wall Street geht bereits ins siebte Jahr. In der Geschichte des US-amerikanischen Aktienmarktes ist das bald die drittlängste Aufschwungphase. Die Kurse im S&P 500, dem wohl wichtigsten Index der Welt, haben sich in dieser Zeit mehr als verdreifacht. Mehr als 50 Rekordschlussstände verbuchte das Kursbarometer alleine im letzten Jahr. Der Punktstand der technologielastigen Nasdaq hat sich in diesem Bullenmarkt mehr als vervierfacht. Auch an der Schweizer Börse geht es seit Sommer 2011 mit kurzen Unterbrechungen bergauf. Doch je höher die Kurse klettern, desto grösser wird die Zahl der Zweifler.

Anders als Ramsey haben die Privatanleger dem Treiben an den Aktienbörsen lange zugeschaut und so den grössten Teil der Party verpasst. Doch gerade jetzt, da der Bullenmarkt in die Jahre kommt, werden die Kleinanleger von den Notenbanken immer stärker in riskante

«Anleger stehen vor einem Dilemma. Ohne Risiko gibt es keine Rendite mehr.»

Adrian Wenzel, Eniso Partners

Anlageformen wie Aktien gedrängt. Ein Viertel aller Staatsanleihen weist negative Renditen auf. Bei Sparkonten sind null Prozent Zinsen die neue Normalität.

«Anleger stehen vor einem Dilemma. Ohne Risiko gibt es keine Rendite mehr, und die Aktienmärkte könnten sich schon nahe den Tops befinden», sagt Adrian Wenzel, Partner bei Eniso Partners.

Kein Experte weiss, wie es an den Börsen weitergeht und ob sich der Einstieg noch lohnt. Sicher ist, dass die Gefahr von Rückschlägen mit dem Alter der Hausse steigt und die Fallhöhe immer grösser wird. Um einen Überblick zu schaffen, zeigt BILANZ als Entscheidungshilfe die wichtigsten Börsenindikatoren in einem Ampelsystem auf.

Rot leuchtet die Ampel bereits bei der Bewertung. Seit langem bleibt das Gewinnwachstum der Unternehmen hinter

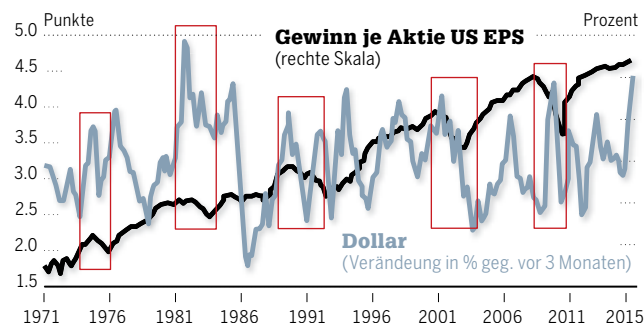
der Kursentwicklung zurück. Aktien sind dadurch teuer geworden. Der Klassiker unter den Bewertungskennzahlen ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis, kurz KGV. Mit einem KGV von 18,6 befindet sich die Bewertung des S&P 500 unweit eines Fünf-Jahres-Hochs. Der auf das Jahr 1936 zurückgehende historische Durchschnitt liegt laut Bloomberg bei 16,9.

Strahlendes Rot. Noch kräftiger strahlt das Rot, wenn man auf das sogenannte Shiller-KGV blickt. Der Yale-Professor Robert Shiller hat eine Bewertungskennzahl auf Basis der durchschnittlichen inflationsbereinigten Gewinne der vorhergehenden zehn Jahre berechnet. Laut seiner «cyclically adjusted price-to-earnings ratio», kurz CAPE, sind US-Aktien 68 Prozent teurer als im Durchschnitt. Die Berechnung geht bis 1881 zurück.

Nur selten zeigte das Shiller-KGV höhere Werte: Der Fall war dies 1929 und vor dem Platzen der Dotcom-Blase 1999. Dazu waren bei der Dotcom-Blase vor allem Technologieaktien überteuert, heute sind die Preise in allen Segmenten hoch. Shillers Kennzahl ist ernst zu nehmen. Er hat 2013 den Wirtschaftsnobelpreis erhalten und sagte mit der CAPE sowohl den Dotcom-Crash als auch die Finanzkrise voraus. Die US-Werte sind für die globalen Aktien entscheidend: «Wenn die Wall Street stark korrigiert, fallen die Börsen rund um den Globus. Immer wenn man an eine Abkopplung von den US-Börsen glaubt, beweist einem der Markt das Gegenteil», so Jörg Scherer, Leiter Technische Analyse bei HSBC Deutschland. ▶

Stärkerer Dollar, schwächere Gewinne

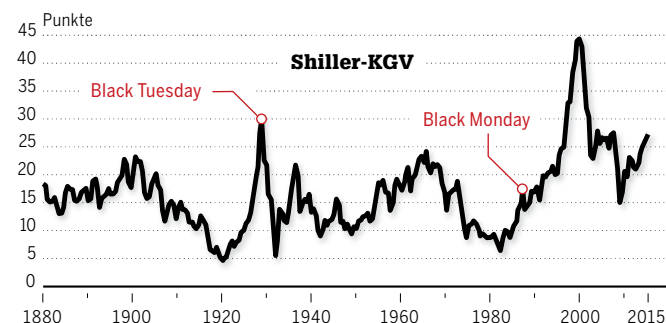
Seit den 1970er Jahren zeigt sich ein klares Bild. Immer wenn sich der Dollar festigt, brechen den US-Firmen die Gewinne weg.



Quelle: Merrill Lynch, MSCI DataStream, Bloomberg. © BILANZ-Grafik

Gefährliche Höhe

Nur vor den Börsencrashes von 1929 und 1999 notierte das Shiller-KGV auf einem höheren Niveau als heute.



Quelle: Online Data Robert Shiller

Bewertung: Aktien sind teuer

Seit Jahren hält das Gewinnwachstum mit der Entwicklung der Kurse nicht mehr mit. Das von Nobelpreisträger Robert Shiller eingeführte Shiller-KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) für US-Aktien liegt bereits bei 27,1. Damit ist die Bewertung 68 Prozent höher als im langjährigen Durchschnitt. Nur während der Dotcom-Blase und 1929 waren US-Aktien gemäss dieser Kennzahl teuer. Der Yale-Professor hat bereits zum Verkauf von US-Aktien geraten. Der steigende Dollar und die besseren Wachstumschancen zogen Investoren an die Wall Street. Zuletzt ging es wegen des Anleihenrückkaufprogramms der EZB an den europäischen Märkten nicht nur mit den Aktienkursen, sondern auch der Bewertung kräftig bergauf. Auch Schweizer Aktien sind trotz des Rückschlages nach der Frankenaufwertung teuer. Das KGV auf Basis der Gewinnschätzungen für 2015 liegt bei 17,4. In den vergangenen zwölf Jahren waren es im Schnitt nur 13,7. Das Preis-Buchwert-Verhältnis liegt mit 2,6 leicht über dem Durchschnitt. Nur im Vergleich zu den massiv überbewerteten Anleihen sind Aktien noch attraktiv.

Gewinnwachstum: Währungsproblem

Auch beim Gewinnwachstum steht die Ampel auf Rot. Das gilt vor allem für die USA. Den amerikanischen Unternehmen macht der sich seit einem Jahr festigende Dollar das Leben schwer. Seit 1970 hat jede Dollar-Hausse zu einem Gewinneinbruch geführt. Experten sagen bereits Gewinnwarnungen voraus. Ein ähnliches Währungsproblem haben die Schweizer Unternehmer. Zuletzt hat sich der Franken wieder gefestigt. Die tiefen Zinsen und die flache Zinskurve machen den Banken und Versicherungen das Leben schwer. Positiv wirkt sich der niedrige Ölpreis aus. Die Unternehmen in der Eurozone profitieren vom Tiefstand der Einheitswährung.

Alternativen: nicht in Sicht

Aktien sind vor allem mangels Alternativen interessant. Dieses Argument ist von den meisten Geldmanagern zu hören. Immobilien sind in der Schweiz teuer. Vor einer Blase wird gewarnt. Experten sagen rückläufige Preise voraus. Die Sparkonten geben wegen der Zinspolitik der Schweizerischen Nationalbank keinen Zins mehr her. Bei den Obligationen geht eine 30-jährige Hausse zu Ende. Bisher Unvorstellbares wurde Realität: Staaten leihen sich Geld und bekommen noch eine Rendite dafür. Weltweit liegen bereits Staatsanleihen mit negativen Renditen im Wert von 3600 Milliarden Dollar in den Depots. Das sind 16 Prozent der globalen Bond-Bestände. Besonders diese Anleihen bergen ein enormes Zinsänderungsrisiko. Wer noch Rendite generieren will, dem bleiben die bereits teuren Aktien als eine der wenigen Alternativen. Besonders anziehend wirken in dem Negativzinsumfeld die Ausschüttungen der börsenkotierten Unternehmen.

«Der Aufschwung in den USA steht vielleicht nicht im Frühling, sondern bereits im Herbst.»

Albert Edwards, Société-Générale-Strategie

► Billiger werden Aktien durch fallende Kurse oder steigende Gewinne. Besonders in den USA sind die Voraussetzungen für steigende Gewinne nicht besonders gut. Auch hier steht die Ampel für Anleger auf Rot. Seit 1970 sind die Gewinne nach jeder Dollar-Hausse eingebrochen. Dieses Mal wird es wohl nicht anders sein. «Der Markt ist viel zu überzeugt, dass sich die USA im Frühling des wirtschaftlichen Aufschwungs befinden. Doch der Aufschwung in den USA könnte nicht im Frühling, sondern bereits im Herbst stehen», sagt Albert Edwards, Strategie bei der Société Générale. Für die börsenkotierten Unternehmen in der Schweiz wird es durch die Aufgabe des Mindestkurses deutlich schwieriger, die Gewinne auch nur zu halten. Anders als angenommen festigt sich der Franken und wandert wieder in Richtung Parität.

Vor allem Banken und Versicherungen leiden im aktuellen Tiefzinsumfeld

stark. Denn tiefe Zinsen und geringe Zinsunterschiede zwischen langen und kurzen Laufzeiten drücken kräftig auf die Margen.

Anlagenotstand. Eines der stärksten Argumente, Geld in Aktien zu investieren, ist der Mangel an Alternativen. Hier leuchtet die Ampel für Aktien nach wie vor grün. Erstmals waren Anleger bereit, für eine zehnjährige Obligation der Schweiz mehr zu bezahlen, als sie bei Fälligkeit zurück erhalten werden. Im Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index weisen bereits 88 der 356 Obligationen eine negative Rendite auf. Wie teuer Anleihen sind, zeigt

sich am Anleihen-KGV. Selbst bei einer positiven Rendite von einem halben Prozent liegt das KGV bei 200. Keine Aktie würde bei diesem Niveau noch Käufer finden. «Auch Immobilien haben ähnlich wie Bonds ein beschränktes Potenzial nach oben», sagt Burkhard Varnholt, Chief Investment Officer von Julius Bär.

Für den Mangel an Alternativen sorgten die Zentralbanken mit ihrer ultralockeren Geldpolitik. Durch radikale Zinssenkungen verbannte sie Zinsen von den Sparkonten. Mit dem orchestrierten Kauf von Anleihen eliminierten sie die Renditen auf den Bondmärkten. Die tiefen Zinsen trieben die Nachfrage auf den Immobilienmärkten und damit die Preise in die Höhe.

Da bleibt wenig übrig. «Anleger kommen angesichts des grassierenden Tiefzinsumfelds an Aktien nicht vorbei», sagt Wenzel und klingt wie die meisten Experten. Selbst Pensionskassen stehen vor

diesem Dilemma. Nach und nach schieben sie jetzt viel zu spät ihre Anleihenbestände in riskantere Anlagen wie Aktien um. Das Phänomen ist unter «The Big Shift» bekannt und ein Argument der optimistischen Bullen. Doch auch der Big Shift hat sich in den USA zuletzt wieder abgeschwächt. Seit langer Zeit sind auf Jahresbasis sogar wieder Geldabflüsse aus Aktienfonds zu beobachten.

Gleichzeitig wachsen durch diesen Wechsel die Risiken. «Es drängt Investoren dazu, Dinge zu kaufen, die sie nicht kaufen sollten», sagt der renommierte US-Börsenexperte John Rubino. So hat der Staatsfonds von Norwegen als weltgrösster Investor jetzt erstmals in die nigerianische Währung investiert und sich Anlagen aus Ghana und Mauritius ins Depot gelegt. Mittlerweile sind nur noch 0,1 Prozent in Unternehmensanleihen mit Spitzenratings investiert.

Europas grösste Versicherung, die Allianz SE, setzt weniger auf deutsche Bundesanleihen und mehr auf Hypotheken. J.P. Morgan Asset Management deckt sich mit Junkbonds ein, um die Renditen zu steigern. Auf der Jagd nach Rendite wagen sich die Investoren in immer unbekannteres und gefährlicheres Terrain. «Irgendwann zeigt sich, dass die Investments doch nicht so gut waren wie gedacht. Dann kommt das Risiko zurück und beisst sie», prognostiziert Rubino.

Vorsichtige Elefanten. Auf Gelb steht die Ampel bei der Liquidität. Zwar steht die Zinswende in den USA bevor. Doch die US-Notenbank Fed versucht bei dem Manöver nicht allzu viel Porzellan zu zerschlagen. «Die zahmen Aussagen der US-Notenbankchefin Janet Yellen haben die Märkte beruhigt. Der Zinserhöhungszyklus in den USA dürfte nur in sehr bescheidenem Tempo ablaufen», sagt Claude Zehnder, Leiter Thematik und Technik bei der Zürcher Kantonalbank. Die Notenbanken wissen, was sie mit zu stark steigenden Zinsen anrichten können. Werden wieder risikolose Alternativen geschaffen, fliesst viel Geld aus den Aktienmärkten ab. Laut einer Analyse der Société Générale nimmt die Gefahr eines Bärenmarktes «drastisch zu», sobald die kurzfristigen Zinsen steigen und sich die Zinskurve verflacht.

In grossen Teilen der Welt bleiben die Geldschleusen unterdessen weit geöffnet oder öffnen sich wie in Europa oder ►

DEPOTSCHUTZ

Sicher vor dem Regen

Bei Sonnenschein sind Regenschirme günstig. An der Börse strahlt die Sonne, und Depotschutz ist preiswert. Eine Anleitung zur Absicherung.

Viele Anleger schauen derzeit zufrieden lächelnd auf ihr Aktiendepot, denn die Mehrheit ihrer Dividendenpapiere hat deutlich an Wert gewonnen. Gemessen am Schweizer Leitindex SMI, notieren Aktien heute 40 Prozent höher als vor vier Jahren. Trotzdem gibt es gute Gründe, seine Aktienanlagen jetzt für eine Weile gegen Verluste zu versichern, wie die roten Ampeln in diesem BILANZ-Artikel zeigen.

Tiefe Versicherungspreise. Die Sonne scheint derzeit an den Börsen. Aber genau dann sind Regenschirme beziehungsweise Versicherungsprämien gegen Börsenverluste eher günstig. Die Kosten für die Absicherung von Aktienanlagen hängen unter anderem von den Kurschwankungen, der sogenannten Volatilität, ab. Die ist dank dem positiven Börsenverlauf derzeit eher tief.

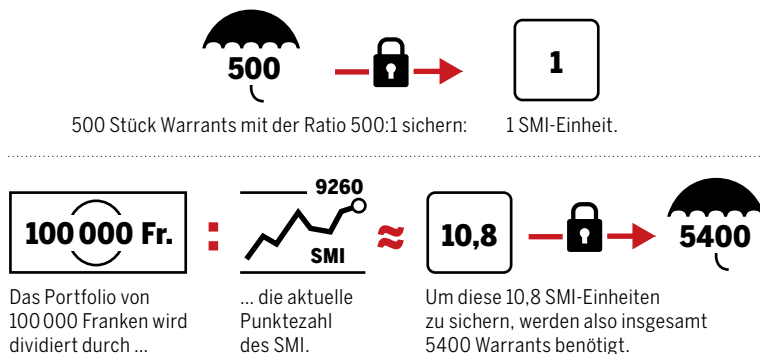
Sicher bis Mitte Dezember. Für eine Absicherung des Aktiendepots gilt es zu bestimmen, über welchen Zeitraum die Versicherung gelten soll. Wir spielen im Beispiel durch, wie eine Absicherung bis Mitte

Dezember 2015 konkret gestaltet werden könnte. Vereinfachend gehen wir davon aus, dass das zu versichernde Depot hauptsächlich in Aktien des Schweizer Leitindex investiert ist. Die Sicherheitsstrategie funktioniert aber auch recht gut, wenn das Portfolio in andere Titel investiert ist.

Die Rechnung. Die Absicherungsstrategie funktioniert über Put-Warrants auf den Aktienindex SMI. Diese geben dem Käufer das Recht, die Titel im SMI zu einem bestimmten Preis, dem Strike, zu verkaufen. Wir nehmen eine Put-Option mit Strike bei 9200 Punkten und einem Bezugsverhältnis von 1 zu 500, d.h., 500 dieser Warrants berechtigen zum einmaligen Verkauf des SMI zu 9200 Franken (ISIN: CH0256318350). Bei einem Indexstand des SMI von 9260 Punkten müssen zur Absicherung eines Depotvermögens von 100 000 Franken also 5400 dieser Warrants gekauft werden, um den SMI für ein Jahr bei 9200 Punkten abzusichern. Das kostet derzeit 5724 Franken. Die Grafik veranschaulicht die Rechnung. **Harry Büsser**

Mehr Stabilität fürs Depot

Wie viele Warrants braucht es, um ein Portfolio aus SMI-Titeln im Umfang von 100 000 Franken abzusichern?



► China noch weiter. Die Europäische Zentralbank hat mit den Anleihenkäufen erst begonnen. 60 Milliarden Euro pumpt sie jeden Monat in die Märkte, und das mindestens bis September 2016.

Doch die Injektionen der Notenbanken haben viele Nebenwirkungen. So führen sie laut dem Julius-Bär-Anlagechef Varnholt «zu einer abnormalen Fehlallokation des Kapitals, die irgendwann wieder korrigiert werden muss». Auch der fast ein Jahr andauernde Aufwärtstrend des US-Dollars geht auf die wachsende Zinsdifferenz und die Anleihenrückkäufe der Europäer zurück.

Globale Turbulenzen. Die Dollarstärke macht nicht nur den amerikanischen Exporteuren das Leben schwer, sondern führt rund um den Globus zu Turbulenzen. So haben viele Unternehmen ausserhalb der USA mit einer Fortsetzung der Dollarabwertung gerechnet und sich in der Währung verschuldet. Laut einer Studie der Bank für Internationalen Zahlungsverkehr stiegen die Schulden der ausländischen Unternehmen auf 9,3 Billionen Dollar. Gleichzeitig haben sich Regierungen über Dollar-Anleihen finanziert. Auch die Rückzahlung dieser Kredite wird nun erschwert. «Viele dieser Schulden sind jetzt unter Wasser. Einige der Schuldner werden bald Probleme bekommen», prophezeit John Rubino. Der US-Analyst und Finanzbuch-Autor sah bereits den Immobiliencrash und auch den Crash bei den Studenten-Krediten kommen. Das Problem verschärfen die Schuldenberge, die auch in den Jahren nach der Finanzkrise nicht abgetragen wurden. «Wir leben in einer Welt voll fauler Kredite», sagt Rubino.

Für die Aktienmärkte ist das relevant. Laut Martin Moeller, einem Spezialisten für globale Aktien bei der Union Bancaire Privée, werden Crashes oft von Defaults bei den Staatsanleihen ausgelöst. Als Beispiele nennt er die Asienkrise 1997 oder die Russlandkrise 1998.

Auch für das Wachstum der Weltwirtschaft sind Schuldenberge und Staatspleiten Gift. Die Konjunktur steht ohnehin auf wackeligen Beinen. So fallen die Wachstumsraten bescheidener aus als in vergangenen Aufschwungzyklen.

Jetzt kommt auch noch eine konjunkturelle Abkühlung im industriellen Sektor dazu. Laut Eniso weisen aktuelle Daten auf eine höchst verhaltene Dyna-

Liquidität: Geldschleusen offen

Die expansive Geldpolitik ist eines der Hauptargumente der Optimisten an den Börsen. Hier ist die Welt jedoch inzwischen zweigeteilt, und die Ampel wechselt von Grün auf Gelb. In den USA drohen steigende Zinsen. Die US-Notenbankchefin Janet Yellen hat die Gemüter zuletzt beruhigt. Wenn die Zinsen steigen, tun sie das wohl in sehr kleinen Schritten. In der Eurozone und Japan sind auf Jahre keine steigenden Zinsen in Sicht. Vielmehr hat die Europäische Zentralbank jetzt die grosse Bazooka gezogen und schießt bis mindestens September 2016 monatlich 60 Milliarden Euro in die Anleihenmärkte. Das führt zu niedrigen Renditen und drängt die Anleger weiterhin in riskantere Anlagen. Mit der Zeit werden jedoch immer mehr Risiken angehäuft. Das könnte sich langfristig rächen. Geschlossen werden die Schleusen erst bei aufkommender Inflation. Derzeit dominieren noch disinflationäre Kräfte. Doch die Preise werden die Talsohle irgendwann durchschritten haben.

Konjunktur: Rückschlag droht

Anders als in vorhergehenden Zyklen ist die globale Konjunktur ein zartes Pflänzchen. Sorgen macht der private Konsum in den USA als bisher zuverlässiger Dünger der Weltwirtschaft. Die Konsumfreude in den USA ging zuletzt deutlich zurück. Auch in der Industrie liess die Dynamik nach. Zudem steigen mit dem Dollar die Risiken für Verwerfungen. Staaten und Unternehmen haben sich massiv in US-Dollars verschuldet. Durch die Aufwertung ist diese Last immer schwerer zu tragen. Zahlungsausfälle auf den Bondmärkten sind klassische Auslöser für Korrekturen an den Börsen. Die Ampel steht auf Rot.

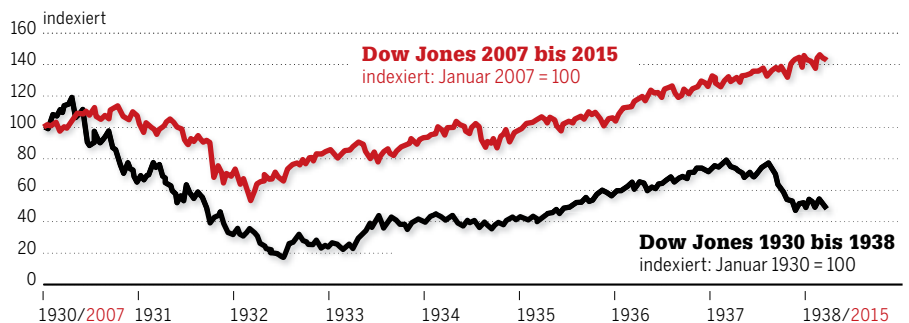
«Wir könnten noch ein paar Jahre haben. Aber der Crash könnte auch heute starten.»

John Rubino, Crash-Prophet

mik hin. Besonders besorgniserregend: In den USA gehen die Konsumausgaben – bisher der Motor für die wirtschaftliche Entwicklung laut Eniso-Partner Wenzel – «massiv zurück». Hintergrund: Die Amerikaner legen eine ungewöhnlich starke Sparneigung an den Tag. Auch

Lange Hausse

Mit den Kursen ging es in den 1930er Jahren steiler bergab als heute. Die Erholungsphase ohne Rückschläge dauert in der aktuellen Aufschwungphase aber schon länger als damals.



Quelle: Bloomberg, © BILANZ-Grafik



Technik: gemischte Signale

Die gute Nachricht ist: Der Aufschwung an den Aktienbörsen wird noch von der Mehrzahl der Aktien getragen. Das zeigt die auf einem Hoch befindliche Advance-Decline-Linie deutlich an. Auch sind die institutionellen Anleger laut dem Smart Money Index nach wie vor an Bord. Ihnen wird ein besseres Verständnis für die Börse zugetraut. Die schlechte Nachricht: Obwohl sich die Börsenindizes in den USA auf Rekordniveau befinden, sinkt die Zahl der Aktien mit neuen Jahreshochständen, und das schon seit längerer Zeit. Ein Hinweis auf sinkende Marktbreite. Sorgen macht zudem die Dow-Theorie.

Sie besagt, dass ein Aufschwung immer von Transportaktien getragen werden muss. Obwohl der Dow Jones Industrial Average im Februar und März neue Hochstände erreichte, hinkte der Dow Jones Transportation Average hinterher. Erstmals seit dem Jahr 2009 drifteten die Kursbarometer auseinander. Für Investoren ist das ein beunruhigendes Signal.



Stimmung: Optimismus ist gross

In den USA sind die Fondsmanager für Aktien so optimistisch wie nur selten zuvor. Auch in der Schweiz ist die von den Geldmanagern empfohlene Aktienquote mit knapp 47 Prozent ungewöhnlich hoch. Seit 1996 kam es bei Raten von über 45 Prozent in den folgenden zwölf Monaten in sechs von acht Fällen zu negativen Renditen. Besonders gefährlich wird es, wenn der Optimismus in Euphorie umschlägt. Diese Phasen werden als «Dienstmädchenrally» bezeichnet. Für erfahrene Anleger ist das ein Zeichen, Gewinne mitzunehmen und sich aus den Märkten zu verabschieden. Auch wenn von so einer Euphorie noch nichts zu spüren ist, gibt es doch erste Anzeichen. Menschen, die jahrelang nichts von der Börse wissen wollten, steigen wieder ein. Die zitterigen Hände sind zurück.

wenn das billige Öl unterstützend wirkt und die Wirtschaft der Eurzone dank Euro-Abwertung wieder in Fahrt kommen könnte, steht die globale Konjunkturampel auf Rot.

Während die Risiken steigen, geben sich die Investoren sehr gelassen. Der Optimismus unter den professionellen Geldmanagern ist auf einem Allzeithoch. Für Behavioral-Finance-Experten, vereinfacht gesagt Börsenpsychologen, ein alarmierendes Signal. Denn grosser Optimismus deutet auf ein Ende der Hausse hin. «Jede Hausse wird im Pessimismus geboren, wächst an der Skepsis, reift am Optimismus und stirbt in der Euphorie», sagt Varnholt. Von Euphorie ist laut dem Julius-Bär-Experten noch nichts zu sehen.

Andere Experten sehen grössere Risiken: Laut Parsumo Capital mahnen die Behavioral-Finance-Indikatoren bereits zur Vorsicht. Die von Schweizer Banken empfohlene Aktienquote liege mit 46,7 Prozent zwar leicht unter dem Vorquartal, sei allerdings dennoch beunruhigend hoch. «Seit 1996 wurden in sechs von

acht Fällen bei Aktienquoten über 45 Prozent in den folgenden zwölf Monaten negative MSCI-World-Renditen erzielt», analysiert Hans Peter Stücheli, Fondsmanager bei Parsumo.

Zu grosser Optimismus ist nur ein Hinweis auf eine bevorstehende Korrektur. Weitere Zeichen liefert die technische Analyse. So steht es um die Hausse schlecht, wenn der Aufschwung an der Börse nur noch von einem Teil der Aktien getragen wird. Ob dem so ist, zeigt die Advance-Decline-Linie. Sie zählt zu den ältesten Instrumenten der technischen Analysten. Konkret stellt diese Linie den Saldo aus gestiegenen und gefallenem Aktien dar. Die Advanced-Decline-Linie begleitet den Aufschwung an den Börsen seit März 2009 und liegt bei den Werten an der NYSE auf historischem Hochstand. «Wir haben eine klare Botschaft. Nach wie vor wird der Aufschwung von der Mehrzahl der Aktien getragen», sagt Technik-Experte Scherer. Vor den Crashes 2000 oder 2007 war das anders. Da schmierten kleinere Werte bereits ab,

während die grossen Blue Chips noch eine gewisse Zeit weiterstiegen.

Auch der Smart Money Index spricht trotz einer vorübergehenden Schwächephase für steigende Kurse. Dieser Index unterstellt, dass institutionelle Anleger bessere Entscheidungen treffen als Kleinanleger. Negativ wirken sich bei diesem Indikator Gewinnmitnahmen zum Ende des Börsentages aus, die auf einen Ausstieg der Profis hinweisen.

Doch rosig ist das Bild auch in der technischen Analyse nicht. So sinkt die Zahl der Aktien, die neue Jahreshochstände erreichen, kontinuierlich. Das bedeutet, dass die Mehrzahl der Aktien, wie die Advanced-Decline-Linie zeigt, zwar noch steigt – aber nicht stark genug, um neue Bestwerte zu produzieren. Für Scherer ein «mahrender Faktor».

Beunruhigende Divergenz. Sorgen macht auch die Dow-Theorie, eine von Charles Dow, dem Wegbereiter der technischen Analyse, geschaffene und bewährte Theorie zum Verständnis des Geschehens an den Börsen. Dort gilt die These, dass sich der Dow Jones Transportation Average und der klassische Dow Jones Industrial Average bestätigen müssen, also in die gleiche Richtung laufen. Dahinter steht die Theorie, dass Transport und die entsprechenden Aktien gefragt sind, wenn die Wirtschaft läuft. Doch während der Dow Jones Index im Februar und März neue Allzeithochs produzierte, schaffte der Transportindex das in diesen Monaten nicht mehr. «Erstmals seit 2009 gehen die Indizes auseinander», sagt Scherer. Für BILANZ steht die Ampel für die technischen Indikatoren also nur auf Gelb.

In der Summe mahnen die Ampeln zur Vorsicht. Da die Übertreibung an den Börsen noch länger weitergehen könnte, macht es keinen Sinn, bereits gekaufte Aktien auf den Markt zu werfen. Doch zunehmend tut Absicherung not (siehe «Sicher vor dem Regen» auf Seite 87).

Denn für Propheten wie John Rubino ist der Crash nur eine Frage der Zeit. «Wir sind dabei, eine schreckliche Krise zu schaffen, die noch viel schlimmer wird als die Finanzkrise 2008/09.» Rubino wartet nur noch auf den Auslöser. Das könnte die Pleite einer grösseren Bank, eines ganzen Landes oder eine Krise im Nahen Osten sein. Rubino: «Wir könnten noch ein paar Jahre haben. Aber der Crash kann auch genau heute starten.» ■