

BÖRSEN-RADAR

Wer hat das Weihnachtsrally gestohlen?

Die globale Verschlechterung des geldpolitischen und konjunkturellen Umfeldes sorgt für beträchtlichen Schaden am Aktienmarkt

MICHAEL RASCH, FRANKFURT

«Jerome Powell hat das Weihnachtsrally gestohlen», so lautete jüngst das Urteil einiger Marktteilnehmer im Anschluss an die Sitzung der US-Notenbank (Fed) am 19. Dezember. Viele hatten darauf gehofft, dass Fed-Präsident Powell ein Signal an die Finanzmärkte sendet, 2019 sei nicht mit weiteren Zinserhöhungen zu rechnen. Doch Powell enttäuschte diese Hoffnungen, und entsprechend rauschten die Kurse an der Wall Street nach der Medienkonferenz der US-Notenbank weiter in den Keller. Damit setzte sich die seit Anfang Dezember intensiv laufende Verkaufswelle fort. Seit dem Rekordhoch des Dow Jones Anfang Oktober bei knapp 27 000 Punkten hat der Leitindex der Welt 15% an Wert verloren. Bei einem Rückgang von 20% würde man nicht mehr von einer Korrektur, sondern von einer Baisse sprechen.

Notenbanken ziehen Zügel an

Die Entwicklung ist insofern aussergewöhnlich, als es statistisch gesehen lediglich in einem von fünf Jahren nicht zumindest zu einem kleinen Weihnachts- oder Jahresrally kommt. Historisch betrachtet, ist der Dezember ein guter Börsenmonat. Dieses Jahr ist allerdings eine grosse Ausnahme. Der Dezember 2018 könnte der schlechteste seit jenem im Jahr 1931 werden, als der Dow Jones laut den Experten von Wellenreiter-Invest um 16,6% nachgegeben hat. Einen Rückgang um mehr als 5% gab es seither lediglich im Jahr 2003 mit -6,3%. Kurz vor Weihnachten betrug der Dezember-Verlust des Dow Jones heuer knapp -8%.

Die Ökonomen von Ned Davis Research (NDR) führen die Probleme des Aktienmarktes stark auf die globale Verschärfung des monetären Umfeldes zurück. Inzwischen würden 56% der Zentralbanken in den Industriestaaten und den Schwellenländern ihre Zinspolitik verschärfen, sprich: die Zinsen erhöhen. Dies sei der höchste Anteil in den vergangenen sieben Jahren, und er sei im

Vergleich zum Vorjahr um 20% gestiegen. Laut den Experten von NDR tendieren die globalen Aktienmärkte zu einer Minderrendite, wenn mehr als die Hälfte der Zentralbanken ihre Politik weniger generös gestalten. Diese Entwicklung dürfte auch ein Schlüsselrisiko für das Jahr 2019 sein. In gravierenden Bärenmärkten, wie jenen in den Jahren 2008 und 2000, erreichte die Quote der Zentralbanken, die ihre Zinspolitik verschärfen, allerdings einen Wert von 75%. Bis dahin ist es noch ein weiter Weg.

Wie tödlich ist das Todeskreuz?

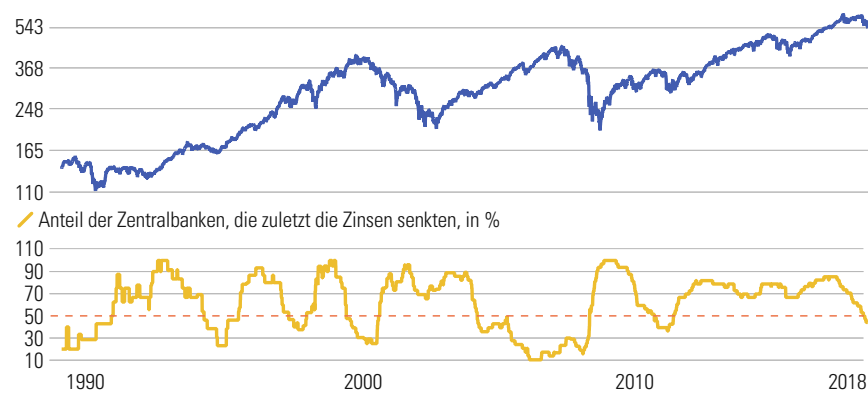
Allerdings haben sich die Konjunkturaussichten für die USA in den vergangenen Wochen und Monaten ebenfalls eingetrübt. Gemessen an einschlägigen Frühindikatoren, wie beispielsweise dem Philly-Fed-Index für die Region Philadelphia oder dem Empire-State-Manufacturing-Index für New York, hat sich die Wirtschaft in letzter Zeit abgeschwächt. Sorgen über eine Rezession muss man sich gemessen an diesen Indikatoren allerdings bis jetzt noch nicht machen. Auch die Ökonomen der Deutschen Bank rechnen für die USA in den kommenden beiden Jahren nicht mit einer Rezession. Jedoch erwarten sie eine Verlangsamung des Wachstums von 2,9 auf 2,7%. Positiv seien weiterhin die Konsumausgaben, die Investitionen der Unternehmen und die unterstützende Fiskalpolitik. Allerdings sind derlei Prognosen getreu dem Motto «Es gibt Prognostiker, die nichts wissen, und es gibt Prognostiker, die wissen, dass sie nichts wissen» grundsätzlich mit Vorsicht zu geniessen.

Kommt man von den fundamentalen Daten zur markttechnischen Sicht auf die Wall Street, so hat sich jüngst bei einigen Indizes, etwa dem breiten S&P 500, ein sogenanntes Todeskreuz ergeben. Dieses tritt ein, wenn der gleitende Durchschnitt über 50 Tage den gleitenden Durchschnitt über 200 Tage von oben nach unten schneidet. Dies gilt als Warnsignal, weil der mittelfristige Trend bereits eine Wende anzeigt, der im langfristigen Durchschnitt noch nicht zu se-

Verdüstertes Umfeld am globalen Aktienmarkt

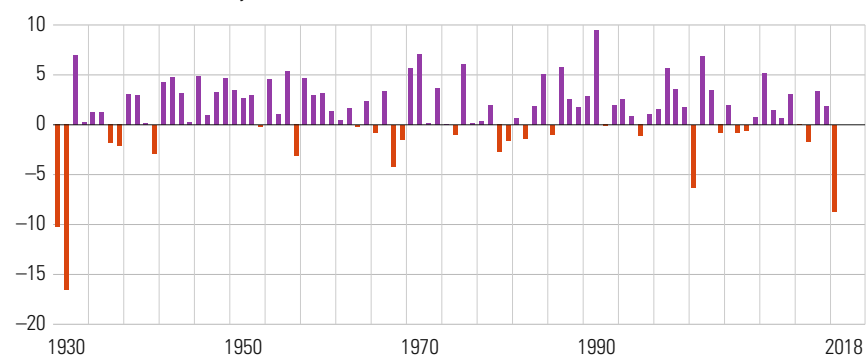
Die Mehrheit der Zentralbanken verschärft die Geldpolitik

MSCI-Weltaktienindex, in Punkten



Dem Dow Jones droht die schlechteste Dezember-Performance seit 1931

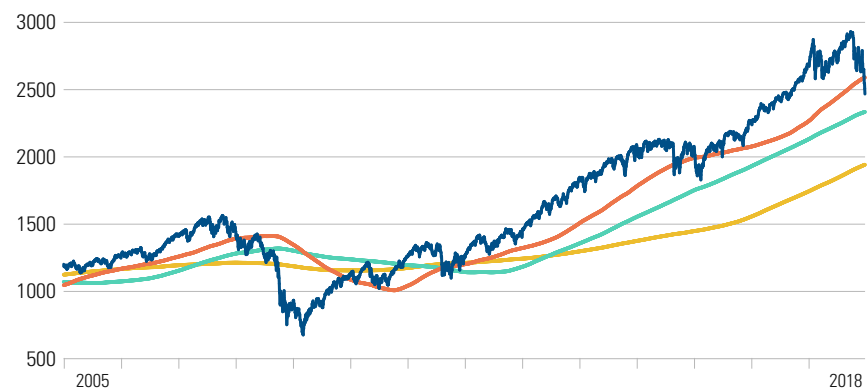
Performance des Dow Jones jeweils im Dezember seit 1930, in %



Die 4-Jahre-Linie bietet dem S&P-500-Index die nächste Unterstützung

S&P-500-Index, in Punkten

Gleitender Durchschnitt über: 2 Jahre 4 Jahre 8 Jahre



QUELLEN: NED DAVIS RESEARCH, WELLENREITER INVEST, BLOOMBERG

NZZ-Infografik/efi.

hen ist. Unter reinen Performance-Gesichtspunkten ist aber nicht jedes Todeskreuz auch wirklich tödlich, denn nicht auf jedes Signal folgt ein Absturz der Börse. Allerdings gab es vor jedem Bärenmarkt und jeder Rezession ein Todeskreuz im S&P 500. Insofern ist der Indikator zur Erhöhung der Aufmerksamkeit dienlich.

In den vergangenen Wochen war der Verkaufsdruck in den USA permanent hoch, es gab jedoch keinen Crash und auch noch keinen panikartigen Ausverkaufstag. Auf solche Tage warten Beobachter, um einen zyklischen Tiefpunkt an den Märkten zu identifizieren. Auf einen Ausverkaufstag sollte zudem idealerweise ein Tag folgen, an dem mindestens 90% des Handelsvolumens an der New Yorker Börse in steigenden Aktien erzielt worden sind (90%-Aufwärtstag). Insofern rechnen einige Beobachter damit, dass der Tiefpunkt des derzeitigen Abschwungs noch nicht erreicht, aber möglicherweise ein Grossteil des Weges bereits 2018 zurückgelegt worden ist. Dies würde die Aussichten für 2019 tendenziell verbessern.

SMI 10 Prozent im Minus

Gemessen an der bisherigen Jahresperformance 2018 haben sich die amerikanischen Aktienindizes allerdings vergleichsweise gut gehalten. Die führenden Barometer Dow Jones, S&P 500 sowie der Technologie-Index Nasdaq Composite verloren gerade einmal zwischen 5 und 7%. In Europa sind die Verluste der führenden Indizes seit Jahresbeginn deutlich grösser. So hat beispielsweise der volatile DAX um 18% nachgegeben, der Euro-Stoxx 50 um 13%, der britische FTSE 100 um 12% und der SMI um 10%. Auf einen ähnlichen Wert wie der Schweizer Rückgang beläuft sich auch jener des japanischen Nikkei. Da der Jahreswechsel nicht nur die Zeit der guten Vorsätze, sondern auch der Wünsche fürs nächste Jahr ist, dürften viele Anleger mit Blick auf den Aktienmarkt mit einer positiven Performance im Jahr 2019 liebäugeln.

ALTERNATIVE ANLAGEN

Hedge-Funds haben ihren Nimbus verloren

Viele der kaum regulierten Fonds haben in den letzten Jahren enttäuschende Renditen erzielt – sie kämpfen mit Schwierigkeiten im Niedrigzinsumfeld

MICHAEL FERBER

Als die Dotcom-Blase an der Börse im Jahr 2000 platzte, hatten Hedge-Funds ihre grosse Zeit. In den Jahren 2000, 2001 und 2002 verbuchten globale Aktien, gemessen am Welt-Aktienindex MSCI World, jeweils rote Zahlen von -13,2%, -16,8% und -19,9%. Hedge-Funds erzielten in denselben Jahren Erträge von 14,3%, 8,7% und 4,7%, wie das Branchen-Barometer HFRX-Global-Hedge-Fund-Index ausweist. In Scharen investierten Profi-Anleger in die kaum regulierten Fonds, die über grosse Freiheiten bei der Anlage von Vermögen verfügen. Hedge-Funds galten als ideale Möglichkeit, in Zeiten fallender Kurse Geld zu verdienen und die Risiken im Anlageportfolio zu streuen.

Viel Fremdkapital

Heutzutage haben Hedge-Funds diesen Nimbus verloren. Der gesamte weltweite Markt für Hedge-Funds kommt trotzdem auf ein Volumen von rund 3000 Mrd. \$. Auch viele Schweizer sind indirekt in solche Fonds investiert, da ihre Pensionskasse dort Gelder anlegt – oder weil sie Dach-Hedge-Funds im Portfolio haben. Dies sind Fonds, die Vermögen in mehrere Hedge-Funds anlegen. In letzter Zeit stagniere die Nachfrage der Investoren nach Hedge-Funds-Anlagen aber, sagt Stefan Hepp, scheidender Chef

der Finanzgesellschaft Mercer Private Markets. Dafür gibt es gleich mehrere Gründe.

Zunächst einmal ist zu sagen, dass viele Hedge-Funds ihre Anleger in den vergangenen Jahren massiv enttäuscht haben. Den meisten Fonds gelang es in der Finanzkrise 2008 nicht, ihre positive Performance beim Platzen der New-Economy-Blase zu wiederholen. In dem genannten Jahr verlor der HFRX-Global-Hedge-Fund-Index 23,2% an Wert. Damit war er zwar etwas besser als der Aktienindex MSCI World, der sogar um 40,7% nachgab. Der Ansatz, im Falle von Kursverlusten an den Aktienmärkten das Portfolio nach unten abzusichern, habe damals bei vielen solchen Hedge-Funds aber nicht funktioniert, sagt Hepp. Oft habe dies nicht an einer verfehlten Strategie gelegen, sondern an der Finanzierung. Als in der Finanzkrise Banken vor dem Kollaps standen, konnten Hedge-Funds-Strategien oftmals nicht durchgezogen werden. Viele der Fonds hatten sich zu hohe Schulden aufgeladen, was ihnen in der Krise zum Verhängnis wurde. «Heute sind wieder viele Hedge-Funds mit viel Fremdkapital unterwegs», sagt Hepp. Bei der Auswahl der Fonds gelte es unbedingt auch auf deren Finanzierung zu achten.

Grossen Schaden hinterlassen hat auch der Anlageskandal um den New Yorker Financier Bernard Madoff, der mit seinem Schneeballsystem viele An-

leger betrog. Viele grosse Hedge-Funds-Anleger waren hier investiert und übersahen die Warnsignale. Dann, in den Jahren nach der Finanzkrise, hätten Hedge-Funds in jedem Jahr, in dem globale Aktien im Minus gewesen seien, ebenfalls an Wert verloren, sagt Andreas Homberger vom Vermögensverwalter Hinder Asset Management: 2011, 2015 und wohl auch in diesem Jahr. Bei der langfristigen Performance wurden die kaum regulierten Fonds in den vergangenen Jahren sowohl von Aktien als auch von Bonds überholt (siehe Grafiken). Homberger weist darauf hin, dass der

HFRX-Global-Hedge-Fund-Index heute einen niedrigeren Stand aufweist als 2007.

Die ultraniedrigen Zinsen seien nicht gut für Hedge-Funds, sagt der Vermögensverwalter. Nicht zuletzt die hohen Gebühren der Fonds, bekannt unter der Kurzform «2+20», spielten dabei eine unrühmliche Rolle. Mit «2+20» ist eine Managementgebühr von 2% sowie zusätzlich eine erfolgsabhängige Performance-Gebühr von 20% gemeint. Laut Peter Schwendner, Professor an der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW), sind die Gebühren vieler Hedge-Funds allerdings in

den vergangenen Jahren gesunken. Hedge-Funds kämpften ähnlich wie Risk-Parity-Funds auch damit, dass sich Aktien und Obligationen im derzeitigen Marktumfeld ähnlich entwickelten, sagt Schwendner. Ebenfalls von Nachteil für die Fonds sei, dass die Zinsstrukturkurven nicht steil seien. In den USA war jüngst sogar eine inverse Kurve zu beobachten – lang laufende US-Staatsanleihen brachten etwas weniger Rendite als kurz laufende. So fielen insgesamt der Hedge-Effekt von Aktien und Bonds sowie die Terminprämie von Bonds weg, sagt Schwendner.

Alternativen für Absicherung

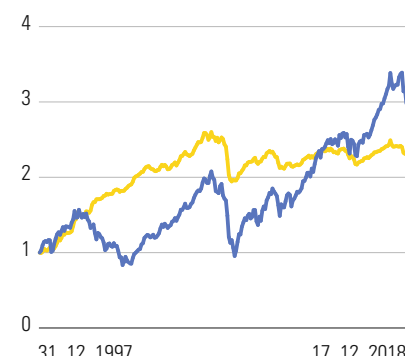
Zudem sei für Hedge-Funds auch nicht hilfreich gewesen, dass die Schwankungen an den Finanzmärkten in den vergangenen Jahren oftmals sehr niedrig gewesen seien, sagt Homberger. In diesem Jahr ist die Volatilität derweil an die Finanzmärkte zurückgekehrt. Trotzdem ist es der Branche als Ganzes nicht gelungen, daraus Kapital zu schlagen. Homberger hält auch wenig von der Strategie, Hedge-Funds als Absicherung für ein Portfolio einzusetzen. Es gebe schlichtweg deutlich günstigere und sicherere Methoden, dies zu tun – wie eine höhere Cash-Quote, sagt er. Laut Homberger erwägen nur wenige Schweizer Pensionskassen, ihre Hedge-Funds-Anlagen auszubauen. Viele bauten sie eher ab.

Hedge-Funds verlieren an Boden

Barometer im Vergleich, Indexiert: 31. 12. 1997 = 100

Aktien MSCI Welt

HFRX-Global-Hedge-Fund-Index



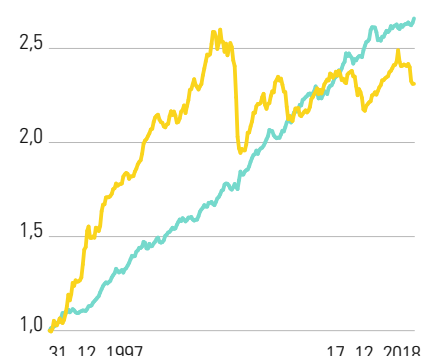
QUELLE: HINDER ASSET MANAGEMENT NZZ-Infografik/jok.

Bonds überholen Hedge-Funds

Barometer im Vergleich, Indexiert: 31. 12. 1997 = 100

HFRX-Global-Hedge-Fund-Index

Bloomb. / Barclays-Gl.-Agg.-TR Index Hedged USD



QUELLE: HINDER ASSET MANAGEMENT NZZ-Infografik/jok.