

BÖRSEN-RADAR

Fasziniert vom geldpolitischen Märchen

Trotz allen Widrigkeiten setzen Anleger auf Aktien – prominente Investoren mit eigener Agenda warnen vor Rückschlägen

In modernen Zeiten gelten stimulierende Eingriffe der Zentralbanken als ultimative Lösung aller ökonomischen Probleme. Zumindest bis anhin glauben die Anleger daran.

CHRISTOF LEISINGER

Feige Anschläge in Deutschland und Frankreich, Brexit-Entscheid in Grossbritannien, Putschversuch in der Türkei, Bankenkrise in Europa und populistische politische Strömungen allerorten – negative Faktoren kümmern die Anleger derzeit offensichtlich nur vereinzelt und wenn, dann oft nur kurz.

Notenbanken als Treiber

Abgesehen von wenigen von Sondereffekten belasteten Aktienmärkten wie jenen in der Türkei, in Russland, Belgien, Norwegen, Kanada, Mexiko und Kolumbien herrscht offensichtlich weiterhin die Devise: Stelle dich besser nicht gegen die Zentralbank. Damit ist gemeint, dass die Notenbanken weiterhin alle ihnen zur Verfügung stehenden monetären Mittel nutzen, um die Vermögenspreise nach oben zu treiben und um auch auf den Gütermärkten für Inflation zu sorgen. Diese Wahrnehmung ist in den vergangenen Tagen gleich mehrfach bestätigt worden.

Erstens vonseiten der Europäischen Zentralbank, die seit Anfang Juni neben Staatsbonds auch Firmenanleihen in grossem Stil erwirbt, obwohl deren Renditen oft schon negativ sind und obwohl die Käufe Grosskonzernen Finanzierungsvorteile zuschanzen, welche diese eigentlich gar nicht brauchen. Zweitens wollte das amerikanische Fed vor drei

Wochen wenig von einer weiteren Leitzinserhöhung wissen, obwohl alle Kriterien erfüllt sind, die objektiv betrachtet dazu führen müssten. Drittens hat die Bank of England am vergangenen Donnerstag die altbekannten Anleger-Reflexe neu belebt, die stimulierenden geldpolitischen Eingriffe wenigstens kurzfristig für bare Münze zu nehmen. Immerhin hat sie den Leitzins auf das tiefste Niveau seit mindestens 300 Jahren gesenkt und angekündigt, wieder Bonds zu erwerben, nachdem ein früher aufgelegtes Kaufprogramm längst ausgeschöpft war. Bemerkenswert ist, dass sich das geldpolitisch bestimmende Gremium in Grossbritannien dazu entschlossen hat, obwohl es davon ausgehen muss, dass die Inflationsrate auf der Insel bald das Ziel von 2% überschreiten wird. Es nimmt also das «Überschiessen» der Preissteigerungsrate bewusst und fahrlässig in Kauf.

Diese Beobachtung führt in der Anlegerschaft automatisch zur Vermutung, andere Notenbanken seien ähnlich gepolt – nachdem sich in den vergangenen Wochen schon der Eindruck aufgeklärt hatte, die Idee vom «Helikoptergeld» solle langsam salonfähig gemacht werden. Damit sind eine Reihe geldpolitischer Instrumente gemeint, mit denen Notenbanken dauerhaft Geld schöpfen und dieses direkt an staatliche oder private Haushalte weiterreichen könnten. Charakteristisch wäre, dass die Liquidität dauerhaft in der Wirtschaft verbliebe und den Unternehmen und Haushalten unter Umgehung der Banken direkt zuflösse. Auf diese Weise würde die Wirtschaft eines Landes zumindest in der Theorie direkt beflügelt. Skeptische Kritiker fürchten nur, dieser Prozess werde mittel- und längerfristig ausser Kontrolle geraten und zu unkalkulierbaren Verwerfungen führen.

Der Kursaufschwung an den Börsen verzettelt sich

Factset-Börsen-Indizes	1 Monat in %	3 Monate in %	1 Jahr in %	Dividenden-Renditen	KGV*	KBV**
Polen	6,5	-4,1	-16,0	3,5	12,1	1,2
Ungarn	5,1	-3,2	17,9	2,6	10,4	1,4
Luxemburg	4,8	1,8	0,5	2,8	25,5	1,2
Portugal	4,0	-5,5	-7,3	3,6	15,5	1,3
Deutschland	3,9	-1,8	-8,2	2,7	13,2	1,6
Irland	3,7	-8,5	-27,3	0,9	14,9	2,3
Tschechien	3,7	-4,2	-10,1	7,4	14,0	1,2
Griechenland	2,6	-12,0	-73,7	3,2	11,9	0,7
Österreich	2,5	-6,4	-8,0	2,9	11,8	1,0
Finnland	2,3	2,8	-1,9	3,8	16,5	1,9
Grossbritannien	2,2	-3,0	-15,7	3,6	15,9	1,7
Frankreich	1,9	-4,0	-11,1	3,6	14,4	1,5
Niederlande	1,8	-3,5	-11,2	2,7	14,4	1,9
Dänemark	1,5	1,3	-0,6	1,7	18,2	3,2
Spanien	0,6	-6,9	-20,8	4,1	14,2	1,4
Schweden	0,5	-3,5	-6,6	3,3	15,6	2,2
Italien	-0,5	-12,1	-25,5	3,7	13,7	1,0
Schweiz	-0,6	-0,5	-11,3	3,0	17,6	2,4
Russland	-2,5	-1,3	8,7	4,1	6,5	0,9
Belgien	-2,5	-1,3	-1,0	3,2	20,5	2,2
Norwegen	-3,5	-3,6	-8,8	4,3	14,9	1,3
Südafrika	7,5	10,8	-3,8	2,7	14,2	2,5
Israel	5,5	3,0	-11,5	2,7	11,5	1,6
Türkei	-7,4	-12,3	-10,0	3,6	8,4	1,2
USA	3,1	5,3	1,3	2,0	17,8	2,6
Mexiko	1,8	3,0	0,5	2,8	17,5	1,8
Kanada	-2,8	-5,5	-10,7	1,4	18,4	2,3
Brasilien	8,4	19,0	14,9	2,5	13,2	1,4
Peru	7,3	11,4	12,3	1,9	11,9	1,9
Argentinien	2,9	10,1	-11,0	1,0	11,0	2,1
Chile	1,3	2,4	7,2	2,3	15,1	1,7
Mexiko	-2,8	-5,5	-10,7	1,4	18,4	2,3
Kolumbien	-8,7	-9,7	-12,1	4,3	12,1	1,3
Indonesien	8,5	12,3	19,1	1,8	18,4	1,1
Thailand	5,8	9,7	5,8	2,9	15,4	1,7
Australien	5,5	3,6	2,3	4,0	16,8	1,1
Neuseeland	5,2	8,8	26,9	3,8	20,0	2,2
Pakistan	5,1	10,9	-2,7	5,1	9,1	2,0
Taiwan	4,4	10,0	6,2	3,7	14,2	1,9
Indien	4,1	9,9	-3,0	1,4	17,8	1,0
Hongkong	3,0	3,0	-12,4	2,1	9,8	1,3
Südkorea	3,0	2,7	3,9	1,3	10,8	1,6
Japan	2,5	2,6	-4,1	1,9	13,7	2,3
Philippinen	1,2	11,2	2,3	1,4	17,4	2,9
China	0,2	-2,7	-17,5	1,0	20,1	1,6
Singapur	-0,2	0,4	-4,0	3,6	13,7	1,6
Malaysia	-0,7	-3,0	-8,2	3,0	16,0	2,7

* Kurs-Gewinn-Verhältnis (auf Basis der Gewinnsschätzungen); ** Kurs-Buchwert-Verhältnis.

Stand 4. 8. 2016, in lokaler Währung

QUELLE: FACTSET

NZZ-Infografik/efi.

Insgesamt scheint es also weiterhin gute Gründe zu geben, die für Aktienanlagen sprechen. Der erste heisst TINA, was so viel bedeutet wie «There Is No Alternative» – oder es gibt angesichts der extremen Geldpolitik trotz zum Teil hoher Bewertung keine Alternative. Das mag erklären, wieso sich die meisten Börsen immer wieder schnell von Rückschlägen erholen. Der zweite Grund geht davon aus, dass das Wirtschaftswachstum in den einzelnen Regionen der Welt in nächster Zukunft zwar nicht überragend, aber dafür robust sein wird. Genau das könne die Notenbanken in die Lage versetzen, Zinsen und Renditen noch sehr lange Zeit sehr tief zu halten. In diesem «Märchen-Szenario» prosperieren effiziente Unternehmen. Sie könnten ihre Gewinne operativ steigern oder die Erträge durch Financial Engineering trotz verhaltenen Umsatzzuwächsen wenigstens optisch gut aussehen lassen. Der dritte Grund ist der Ratschlag, in extremen Zeiten zu Realwerten zu greifen. Zum Beispiel dann, wenn die Inflationserwartungen ausser Kontrolle zu geraten drohen – und was sei realer als der Anteil an einem operativ erfolgreich arbeitenden Unternehmen?

Strategen mit eigener Agenda

Interessanterweise warnen bekannte Investoren wie George Soros, Bill Gross, Jeffrey Gundlach, Paul Singer, Ray Dalio oder auch Carl Icahn seit einiger Zeit vor dem Kollaps der heisslaufenden Märkte. Verschwörungstheoretiker argumentieren, sie wollten die Zentralbanken noch tiefer in die Ecke drängen, in die sich diese manövriert haben. Nach im Herbst nicht ganz unüblichen Kursrückschlägen rechnen sie mit einem «monetären Overkill», der das dritte der genannten Szenarien ins Spiel brächte.

INDEXFONDS UND EXCHANGE-TRADED FUNDS

Welche Folgen hat das Index-Investieren für die Märkte?

Unterschiedliche Meinungen zu den Auswirkungen passiver Anlagen – «Globaler Marktanteil am Anleger-Kapital ist weiter gering»

MICHAEL FERBER

Die Aktien der Credit Suisse und der Deutschen Bank sind jüngst stark unter Druck gestanden. Neben Problemen beim Umbau der Finanzhäuser und ihren schwindenden Ertragschancen im Niedrigzinsumfeld spielte dabei eine wichtige Rolle, dass die beiden Aktien mit Wirkung zum 8. August aus dem Index Stoxx Europe 50 fallen. Dieses Barometer umfasst die fünfzig grössten kotierten Unternehmen Europas. Viele Fondsmanager orientieren sich an diesem Index, und Indexfonds und Exchange-Traded Funds (ETF) kaufen die darin enthaltenen Aktien ohnehin automatisch, um das Barometer korrekt abzubilden. Aktien, die aus diesem Index fallen, haben folglich mit Kurseinbussen zu rechnen.

Die Bedeutung solcher Barometer ist also gross, denn immer mehr Anleger setzen auf indexierte Anlageprodukte. Wie die Grafik zeigt, hatten Indexfonds und ETF am verwalteten Vermögen von amerikanischen Aktien-Publikumsfonds im vergangenen Jahr einen Marktanteil von 22%. Im Jahr 2005 waren es erst 11,2%. Es hat sich zunehmend herumgesprochen, dass es kaum einem aktiv verwalteten Fonds auf Dauer gelingt, seinen Vergleichsindex zu schlagen. Folglich setzen auch immer mehr Privatanleger auf sogenannte passiv verwaltete Produkte, also eben auf Indexfonds oder ETF. Zudem haben solche Produkte den grossen Vorteil, dass ihre Gebühren im Allgemeinen deutlich niedriger sind als die von aktiv gemanagten Produkten, bei denen ein Fondsmanager die Entscheidungen über die Auswahl der vielversprechendsten

Wertpapiere trifft. Was den Einsatz von Indexprodukten in der Vermögensverwaltung angeht, sind die USA weiter als Europa bzw. die Schweiz. Auch hierzulande werden Indexprodukte aber populärer, wie die Grafik der SIX Swiss Exchange über die Verbreitung von ETF zeigt.

Welche Folgen hat der Siegeszug der Indexprodukte? Welchen Einfluss hat es auf die Finanzmärkte, wenn immer mehr Anleger und Institutionen ihr Geld in indexierte Produkte investieren? Darüber gehen die Meinungen von Finanzmarktexperten auseinander.

Drohen Aktienmarkt-Crashes?

In einem im «Journal of Portfolio Management» publizierten Artikel gehen Lidia Bolla, Alexander Kohler und Hagen Wittig davon aus, dass indexiertes Investieren zu vermehrten Aktienmarkt-Crashes führen könnte. In dem Artikel «Index-Linked Investing – A Curse for the Stability of Financial Markets around the Globe?» kommen sie zum Schluss, dass das Wachstum indexierter Investitionen die Fragilität des Markts substantiell erhöhen werde. Bolla und Wittig sind bei der Finanzberatungsgesellschaft Algotin, einem Spin-off der Universität St. Gallen, tätig, Kohler bei der Beratungsgesellschaft Deloitte Consulting. Laut den Autoren führt indexiertes Investieren zu einem Marktumfeld, in dem Kaufs- und Verkaufsentscheide vermehrt auf allgemeinen Markttrends und nicht auf unternehmensspezifischen Faktoren beruhen. Mit dem Wachstum indexierter Investitionen bewegten sich die Kurse von Aktien immer mehr im Gleichschritt.

Die Liquidität reduziere sich bei allen Aktientiteln immer öfter zur selben Zeit. Verhielten sich die Aktientitel immer ähnlicher zueinander, reduzierten sich die Diversifikationsmöglichkeiten für Anleger substantiell. Die Folge seien fragilere Märkte, die Marktreaktionen auf unvorhergesehene Ereignisse könnten in Zukunft stärker ausfallen.

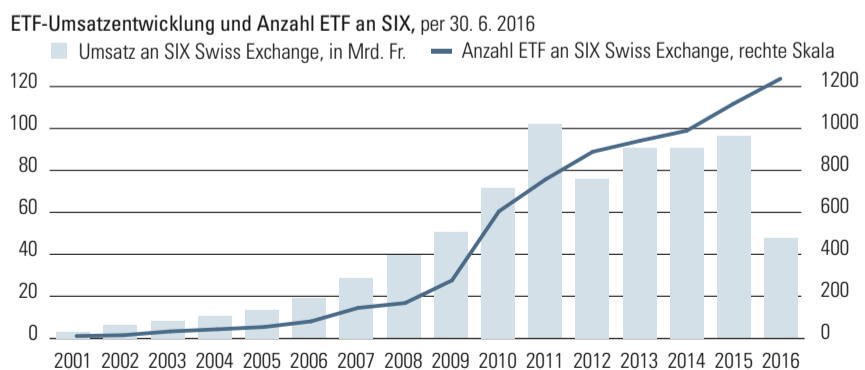
Gerd Kommer, Finanzanalytiker und Autor des Bestseller-Buchs «Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs», hält den globalen Marktanteil indexierter Anlagestrategien indessen für systematisch überschätzt, wie er in einem Artikel für die Zeitschrift «Der neue Finanzberater» ausführt. Gegner passiven Investierens argumentierten, der steigende

Marktanteil indexierter Anlagen im Publikumsfonds-Markt sei «die Saat der eigenen Selbstzerstörung», schreibt er. Laut diesen macht der wachsende Marktanteil passiver Fonds die Märkte ineffizienter. Die Argumentationen beruhen dabei aber oft auf falschen Zahlen. Beim passiven Investieren sei der isolierte Blick auf Publikumsfonds irreführend, denn dieses Segment sei schliesslich nur einer von vielen Vertriebskanälen für Anleger-Kapital im globalen Universum.

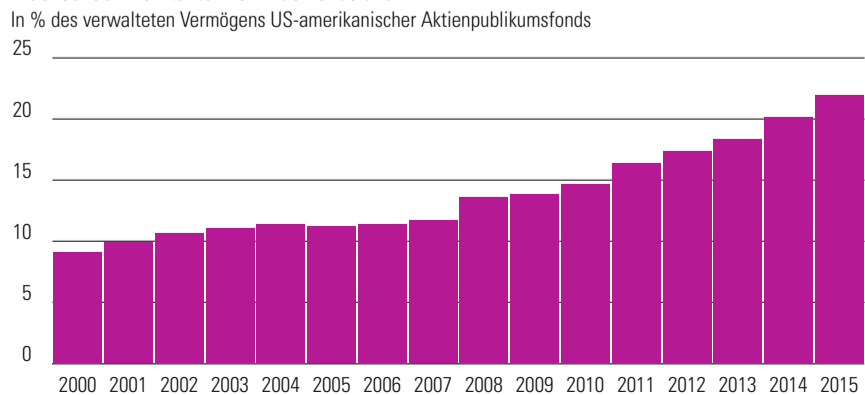
Kleines globales «Passiv-Lager»

Als weitere solche Kanäle nennt der Autor beispielsweise Hedge-Funds, Private-Equity-Fonds, Lebensversicherungen, direkte Geld- und Kapitalmarkt-Investitionen privater Haushalte oder Käufe von Wohnimmobilien durch Private. Da diese Märkte alle miteinander verbunden sind, dürfte der Publikumsfonds-Markt nur einen kleinen einstelligen Prozentsatz der Vermögen all dieser Vertriebskanäle ausmachen. Mit Ausnahme des Publikumsfonds-Markts würden die Vermögen in diesen Vertriebskanälen zu annähernd 100% aktiv verwaltet. Den globalen Marktanteil von Indexanlagen schätzt Kommer somit auf unter 1%. Viele ETF-Anleger seien zudem dem Lager der aktiven Investoren zuzurechnen, da sie mit den börsenkotierten Indexprodukten aktive Anlagestrategien verfolgten. Angesichts des nach wie vor geringen Marktanteils indexierter Anlagen müsse das Lager, das sich für aktive Anlagestrategien einsetze, die Hoffnung auf einen baldigen Rückgang des erreichten Grades der Informationseffizienz in den globalen Aktien- und Anleihenmärkten begraben.

Passive Anlagen auf dem Vormarsch



Wachsender Marktanteil von Indexfonds und ETF



QUELLEN: SIX SWISS EXCHANGE, ICI INVESTMENT COMPANY, GERD KOMMER

NZZ-Infografik/lea.