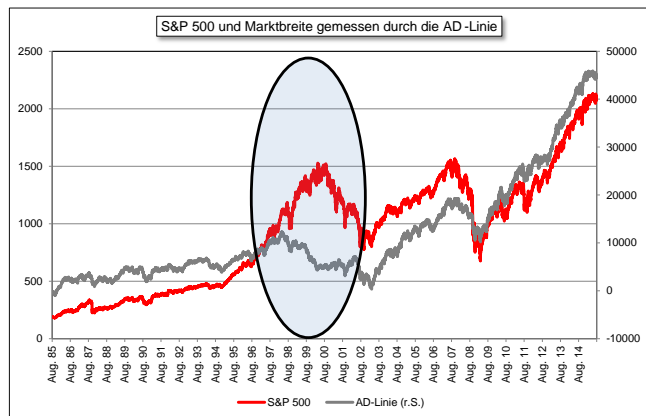


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Abnehmende Marktbreite: Risiko für den Aktienmarkt?

Die Warnsignale für den Aktienmarkt hätten zugenommen: Darauf haben in den vergangenen Wochen einige eher technisch orientierte Analysten verwiesen, die im Spätsommer noch eine Korrektur oder zumindest einen ordentlichen Rüttler an den Börsen für möglich halten. Diese Einschätzung wird zwar durchaus mit unterschiedlichen Argumenten belegt, eine Gemeinsamkeit ist aber, dass immer wieder auf die abnehmende Marktbreite verwiesen wird. Demnach wird der steigende Aktienmarkt nur noch von wenigen Titeln getrieben, die für die positive Indexperformance verantwortlich sind. Schon mit gesundem Menschenverstand – so das Argument weiter – wäre erkennbar, dass der Markt auf tönernen Füßen stehe.

Das Paradebeispiel für einen Fall, in dem eine fallende Marktbreite eine Fehlentwicklung richtig angezeigt hat, ist die Technologieblase gewesen. Die sehr starke Marktentwicklung bis in den Beginn des Jahres 2000 hinein war gegen Ende hin von immer weniger Unternehmen getragen worden, nämlich jenen aus dem Technologiesektor bzw. der New Economy. Unternehmen aus den klassischen Zweigen der Industrie und dem Dienstleistungssektor trugen dagegen immer weniger zur Hausse an den Börsen bei. Die Folge: Während die Aktienindizes von Rekord zu Rekord eilten, nahm die Marktbreite immer weiter ab.



Dies ist im schattierten Bereich unseres Charts zu erkennen, wo wir als Marktbreite-Indikator eine sogenannte Advance-Delay-Linie (kurz „AD-Linie“) eingezeichnet haben.¹ Bereits im April 1998 hatte die AD-Linie angezeigt, dass immer weniger Aktien tatsächlich Kursgewinne verzeichneten. Dennoch haussierte der Markt – getrieben durch die Technologiewerte – noch bis April 2000, bis die Blase platzte und eine neue Baisse einsetzte.

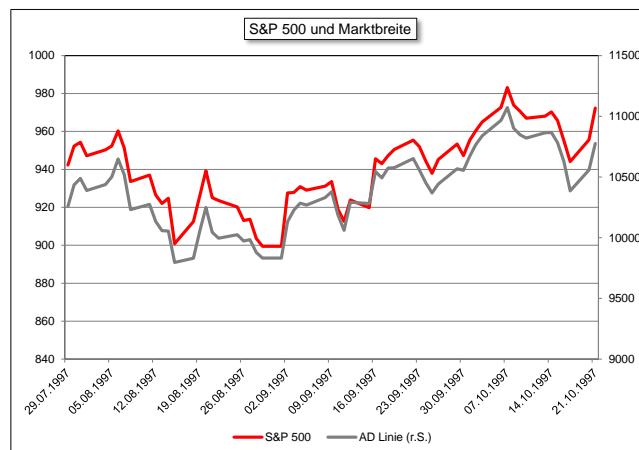
In diesem Fall hätten Anleger, die die Marktbreite in ihrer Analyse berücksichtigt haben, eine Fehlentwicklung also möglicherweise rechtzeitig erkennen können. Dies ist ein

¹ Für die AD-Linie wird die Differenz der Zahl der Aktien mit steigenden Kursen von der Zahl der Aktien mit fallenden Kursen gebildet und auf den Vortageswert addiert.

Grund dafür, dass eher technisch orientierte Analysten der Marktbreite auch heute noch eine erhebliche Bedeutung beimessen.

Auch für fundamental arbeitende Investoren ist die Information relevant, ob der gesamte Markt oder nur wenige Aktien laufen. Besonders wenn die Aktienindizes für längere Zeit von wenigen Titeln getrieben werden, können große Wertbeiträge durch die Selektion erzielt werden. Zudem sind längere Phasen mit einer geringen Marktbreite prinzipiell geeignet, um mit Momentum-Ansätzen einen Mehrwert zu erzielen: Um die Jahrtausendwende sind Technologieaktien mit einer guten Wertentwicklung einfach noch weiter im Kurs angestiegen.

Dennoch stellt sich die Frage, ob eine abnehmende Marktbreite generell ein Warnsignal für den Markt darstellt. Zumindest unter Timing-Aspekten sind auf jeden Fall Zweifel angebracht, wie bereits das Beispiel der Technologieblase zeigt: So hätte ein Investor, der bereits Anfang April 1998 aus dem Markt ausgestiegen wäre (als die Marktbreite erstmals abnahm), noch rund zwei Jahre an der Seitenlinie gestanden bis die Korrektur dann einsetzte und zudem zwischenzeitlich ein Kursplus von fast 38% bis zum Höhepunkt verpasst. Unsere Untersuchungen ergeben jedoch auch, dass nicht nur unter Timing-Aspekten Zweifel erlaubt sein dürfen, welche Relevanz das Thema Marktbreite für die weitere Wertentwicklung eines Marktes hat. Um dies zu testen haben wir verschiedene Ansätze gewählt. Zunächst einmal wäre es ideal, wenn eine mathematische Beziehung zwischen der Marktbreite der vergangenen Tage (oder Wochen) und der aktuellen Wertentwicklung bestünde. Unter dieser Voraussetzung wäre grundsätzlich auch ein Ansatz möglich, mit dem die aktuelle Wertentwicklung über die Marktbreite der Vergangenheit prognostiziert wird.

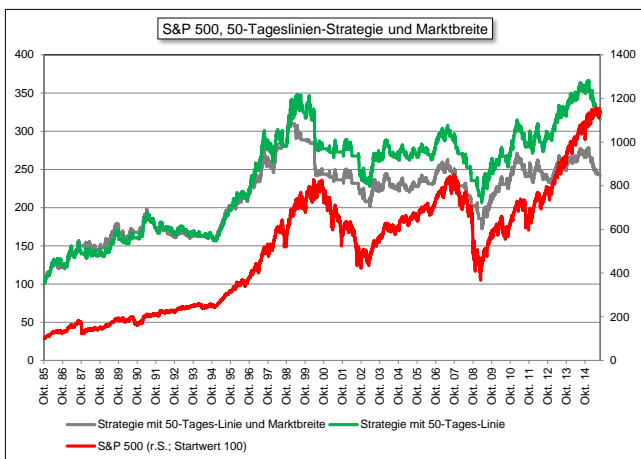


Diese Voraussetzung ist jedoch nicht gegeben: Unsere Tests mit Tages- und Wochendaten des STOXX 600 und S&P 500 auf verschiedene Versionen der AD-Linie² zei-

² Wir haben die AD-Linie für weitere Tests auf verschiedene Arten geglättet. So haben wir zum Beispiel die Differenz von Aktien gebildet, die über ihrer 50-Tages-Linie notieren und denjenigen, die unter der 50-Tages-Linie notieren. Zudem haben wir die auf Tagesdaten basierende AD-Linie über unterschiedliche Zeiträume geglättet. Die Ergebnisse unserer Unter-

gen, dass die aktuelle Marktbreite einen sehr starken Gleichlauf mit der aktuellen Wertentwicklung aufweist. Demnach geht ein steigender Aktienmarkt in der Regel auch damit einher, dass die Zahl der Aktien mit einer positiven Wertentwicklung im Index ansteigt. Dies ist zum Beispiel auch in unserem obenstehenden Chart gut zu erkennen, wo der S&P 500 und die AD-Linie praktisch gleichgerichtete Bewegungen vollziehen. Das wenige Aktien den Markt treiben ist dagegen der Ausnahmefall. Dies nutzt allerdings für die Prognose wenig, denn zwischen der Marktbreite der vergangenen Tage oder Wochen und der aktuellen Wertentwicklung besteht im Mittel praktisch kein Zusammenhang. Grundsätzlich eignet sich die Marktbreite vergangener Tage damit nicht als Instrument, um Marktentwicklungen der Zukunft in jeder Situation prognostizieren zu können.

Wir haben uns dem Thema jedoch auch noch von einer anderen Seite aus genähert: Denn selbst wenn man mit der Marktbreite nicht *immer* den Markt prognostizieren kann, dann kann eine rückläufige Marktbreite im steigenden Markt doch noch immer ein Warnsignal sein. Dies haben wir getestet, indem wir zwei ganz simple Trendfolgestrategien aufgesetzt haben. Bei der ersten Strategie wird der Markt gekauft, wenn der aktuelle Indexstand über der 50-Tages-Linie liegt; fällt der Index unter seine 50-Tages-Linie wird in Kasse umgeschichtet. Bei der zweiten Strategie steigt der Investor in den Markt ein, wenn der S&P 500 über der 50-Tages-Linie liegt und die Marktbreite (gemessen an der AD-Linie) steigt. In Kasse umgeschichtet wird, wenn der Index unter den 50-Tages-Schnitt fällt oder die Marktbreite zurückgeht.

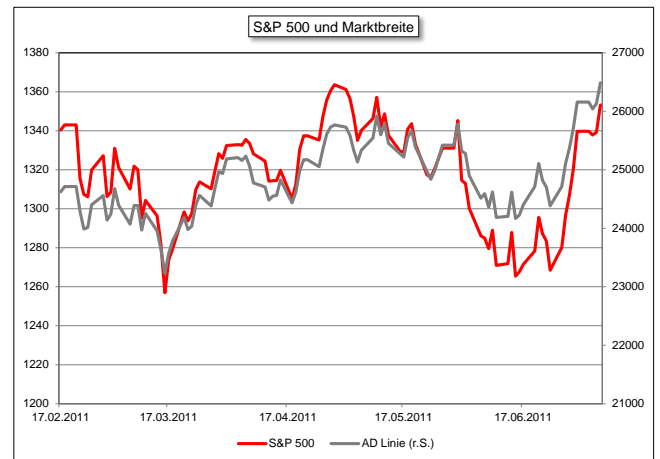


Unser Chart zeigt, dass die beiden äußerst simplen Strategien unter dem Strich zu absoluten Zuwächsen geführt haben. Bezüglich der Wertentwicklung ist jedoch auch festzuhalten, dass beide Strategien einem reinen Direktinvestment kläglich unterlegen waren. Zudem ist gut zu erkennen, dass die Berücksichtigung der Marktbreite den Investor zusätzlich Geld gekostet hätte. Es scheint also nicht ohne weiteres möglich zu sein, aus der Beobachtung Kapital zu schlagen, dass die Marktbreite abnimmt.

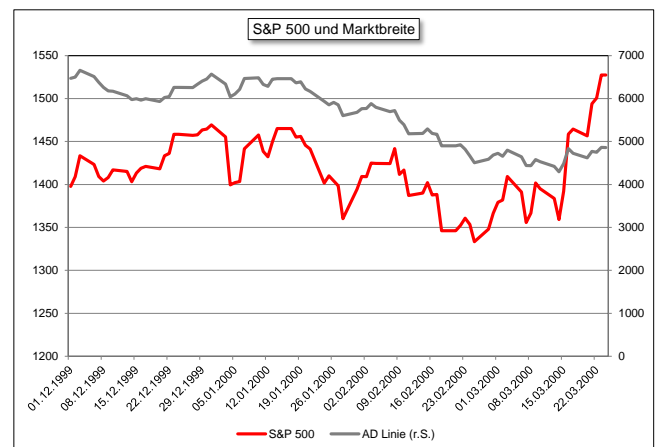
Abschließend haben wir getestet, wie sich die Marktbreite entwickelt hat, bevor es Rückschläge von mehr als 10%

suchungen bleiben auch mit derart berechneten Marktbreiten grundsätzlich bestehen.

gegenüber zuvor erreichten Höchstständen am US-Aktienmarkt zu verzeichnen gab. Doch auch hier sind unsere Ergebnisse ernüchternd. Ein durchaus typischer Verlauf ist im untenstehenden Chart aus dem Jahr 2011 zu erkennen. Damals gab es angesichts zunehmender Konjunktursorgen einen Rücksetzer von mehr als 10% gegenüber zuvor erreichten Höchstständen zu verzeichnen. Der Chart zeigt exakt die Zeit *bevor* die Korrektur begann. Augenscheinlich fehlten Warnsignale durch eine zuvor abnehmende Marktbreite.



Insgesamt haben wir 10 Fälle derartiger Korrekturen untersucht: Bei insgesamt sieben Korrekturen war ein ähnlich starker Gleichlauf der Kurse mit der Marktbreite zu beobachten wie im Sommer 2011, Warnsignale durch eine Divergenz zwischen Kursverlauf und Marktbreite blieben aus. In zwei Fällen waren die Signale unklar – es ist nicht sicher, ob es gelungen wäre, aus dem Blick auf die Marktbreite auf eine drohende Korrektur zu schließen. Lediglich in einem Fall, nämlich im Jahr 2000, war ein Ausbruch des Marktes nach oben nicht von der Breite des Marktes getragen. Dies ist im Chart unten zu erkennen. Damals korrigierte der Markt binnen zwei Wochen um mehr als 150 Punkte bzw. um rund 11%.



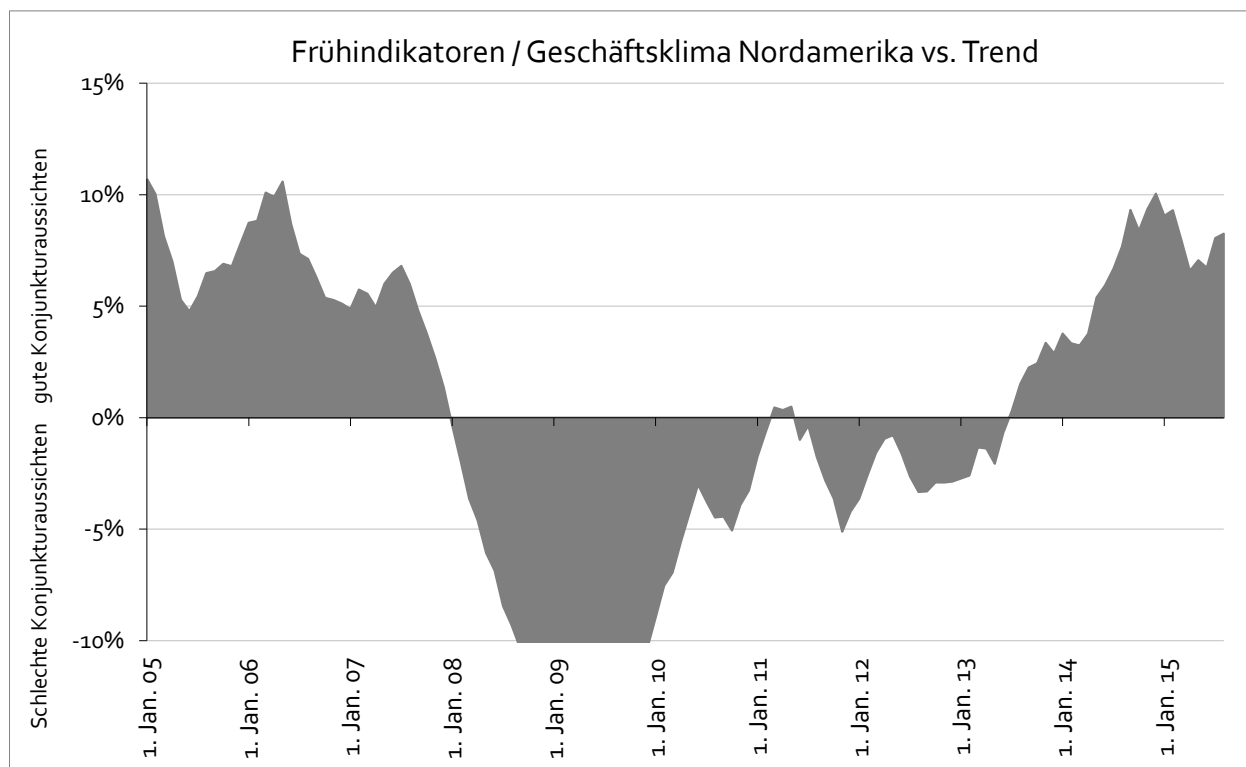
Für uns liegt der Wert der Marktbreite daher vor allem darin, erkennen zu können, welche Selektionsmethoden einen Mehrwert bringen können. Als Warnsignal und Timing-Instrument bietet die Marktbreite aus unserer Sicht jedoch nur wenig Mehrwert. Auch ein Aktienindex, der nur von einzelnen Aktien getrieben wird, kann noch lange ansteigen.

Wochenausblick für die Zeit vom 10. bis 14. August 2015

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	54,8	53,3	41,9	31,5	29,7	32	11. August
D: Konsumentenpreise, m/m	0,5%	0,0%	0,1%	-0,1%	0,2%	0,2%	13. August
D: Konsumentenpreise, y/y	0,3%	0,5%	0,7%	0,3%	0,2%	0,2%	13. August
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,4%	0,0%	-0,4	0,3%			12. August
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,9%	0,7%	1,3%	1,9%			12. August
E-19: Konsumentenpreise, m/m	1,1%	0,2%	0,2%	0,0%	-0,6%		14. August
E-19: Konsumentenpreise, y/y	-0,1%	0,0%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	14. August
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	14. August
	Q4 14		Q1 15		Q2 15		
D: BIP, q/q	0,7%		0,3%		0,6%		14. August
D: BIP, y/y	1,5%		1,0%		1,6%		14. August
E-19: BIP, q/q	0,4%		0,4%		0,4%		14. August
E-19: BIP, y/y	0,9%		1,0%		1,3%		14. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: US-Wirtschaft stabilisiert sich



Anfang des Jahres sah es so aus, als wenn die US-Wirtschaft am Beginn einer größeren Schwächephase stehen könnte. Zwar waren viele überraschend schlechte Konjunkturdaten durch den extrem kalten Winter verzerrt, doch konnten nicht alle enttäuschenden Daten mit dem Wetter erklärt werden. So lag der Verdacht nahe, dass hinter dem Rückgang der wirtschaftlichen Dynamik ein größeres Problem stecken könnte; auch die US-Notenbank äußerte sich dementsprechend vorsichtig und ließ offen, wann es zu einer ersten Zinserhöhung im Laufe des Jahres kommen könnte. Inzwischen sieht es aber so aus, als wenn sich die Lage stabilisiert – von einer beginnenden Rezession kann jedenfalls keine Rede sein. Unser

Chart der Woche zeigt die Entwicklung einer Vielzahl von Früh- und Stimmungsindikatoren aus den USA, die wir zu einer Gesamtkennzahl zusammengefasst haben. Wie zu erkennen ist, konnte der Rückgang der Daten im Frühling gestoppt werden. Es bleibt aber zu hoffen, dass sich nicht die Geschichte von 2007 wiederholt. Damals folgte einem vergleichbaren Zwischenhoch eine signifikante Wirtschaftskrise. Dieses Szenario halten wir im Moment aber für ausgesprochen unwahrscheinlich, zumal die Gewinne von US-Unternehmen schon seit vielen Monaten keine negative Gewinnrevisionsdynamik mehr aufweisen.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	06.08.2015 17:21	30.07.2015 -1 Woche	03.07.2015 -1 Monat	05.05.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17453	-1,6%	-1,6%	-2,6%	-2,1%
S&P 500	2089	-0,9%	0,6%	0,0%	1,5%
Nasdaq	5140	0,2%	2,6%	4,1%	8,5%
DAX	11599	3,0%	4,9%	2,4%	18,3%
MDAX	21423	4,2%	7,8%	6,4%	26,5%
TecDAX	1795	1,9%	8,3%	12,5%	30,9%
EuroStoxx 50	3677	2,6%	6,8%	3,7%	16,9%
Stoxx 50	3478	1,1%	5,1%	2,2%	15,8%
SMI (Swiss Market Index)	9468	0,7%	6,2%	4,9%	5,4%
Nikkei 225	20664	0,7%	0,6%	5,8%	18,4%
Brasilien BOVESPA	50339	0,9%	-4,2%	-13,3%	0,7%
Russland RTS	821	-5,4%	-10,8%	-23,5%	3,8%
Indien BSE 30	28298	2,1%	0,7%	3,1%	2,9%
China Shanghai Composite	3662	-1,2%	-0,7%	-14,8%	13,2%
MSCI Welt (in €)	1763	0,5%	2,7%	1,2%	14,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	892	0,1%	-6,0%	-13,4%	3,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	153,81	-56	201	-104	-206
Bobl-Future	130,25	-9	46	169	-3
Schatz-Future	111,31	0	-2	13	22
3 Monats Euribor	-0,02	0	-1	-2	-10
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,03	0	-4	-3	0
3 Monats \$ Libor	0,31	1	3	4	6
Fed Funds Future, Dez 2015	0,33	0	4	-3	0
10-jährige US Treasuries	2,23	-4	-12	5	5
10-jährige Bunds	0,71	9	-9	19	17
10-jährige JGB	0,42	1	-7	5	9
US Treas 10Y Performance	559,61	0,0%	0,8%	-0,3%	0,3%
Bund 10Y Performance	570,94	-0,9%	0,7%	-1,7%	-1,1%
REX Performance Index	468,89	-0,5%	-0,1%	-0,6%	-0,6%
Hypothekenzinsen USA	3,98	0	-10	30	15
IBOXX AA, €	1,25	4	-14	25	36
IBOXX BBB, €	1,97	4	-16	31	18
ML US High Yield	7,25	5	37	81	31
JPM EMBI+, Index	701	0,0%	-0,1%	-1,8%	1,3%
Wandelanleihen Exane 25	6910	0,0%	2,6%	0,7%	7,0%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	399,68	-0,9%	-7,6%	-7,4%	-10,7%
MG Base Metal Index	256,16	-1,9%	-7,2%	-17,9%	-15,7%
Rohöl Brent	47,83	-10,1%	-22,8%	-27,5%	-16,6%
Gold	1089,26	-0,5%	-6,7%	-8,9%	-8,2%
Silber	14,54	-1,6%	-6,7%	-12,4%	-7,7%
Aluminium	1559,75	-2,9%	-6,7%	-20,4%	-14,5%
Kupfer	5169,00	-1,6%	-10,0%	-20,3%	-18,8%
Eisenerz	58,50	3,5%	6,4%	0,9%	-18,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1222	11,1%	51,8%	110,7%	56,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0921	-0,3%	-1,6%	-1,8%	-10,0%
EUR/ GBP	0,7040	0,6%	-1,0%	-4,4%	-9,3%
EUR/ JPY	136,11	-0,1%	-0,2%	1,6%	-6,3%
EUR/ CHF	1,0705	0,7%	2,3%	3,2%	-11,0%
USD/ JPY	124,90	0,6%	1,7%	4,2%	4,3%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.