

Technische Analyse in der Praxis

### Die Masse macht den Markt

Aus markttechnischer Sicht ist es nicht notwendig, mit dem Kauf einer Aktie zu warten, bis diese ihren längerfristigen Abwärtstrend durchbrochen hat. Es liegt in der Natur der Sache, dass der wesentliche Teil eines Trends relativ rasch abläuft. Zur Erinnerung: Im Februar sank der SMI in zehn Handelstagen von 5200 auf 4350. Nicht länger dauerte der Anstieg von 4200 auf 4800 diesen März, und im Juli stieg der SMI in vierzehn Börsentagen von 5200 auf 6000.

#### Divergenzen beachten

Wer auf formale Trendbestätigungen wartet, exponiert sich zwar weniger, aber das geht zulasten der Performance. Um Mehrjahrestiefs pflegt die Mehrzahl der Aktien im Abwärtstrend zu sein, umgekehrt bewegen sich die meisten Titel nach oben am Ende von Aufwärtstrends oder nach abgeschlossenen Erholungen. Tiefgründige Schlüsse lassen solche Informationen nicht zu. Allerdings kann

eine gesamtheitliche Betrachtung und Bewertung der Strukturen hilfreich sein.

ABB Namen befinden sich seit November, und somit schon wesentlich länger als der Gesamtmarkt, in einem Aufwärtstrend. Dieser ist rhythmisch und von regelmässigen Strukturen geprägt. Diese Eigenschaft ist für Gegenbewegungen typisch. ABB haben während der vergangenen zehn Monate knapp die Hälfte dessen zurückgewonnen, was zuvor innerhalb von fünf Monaten verloren ging. Die allgemeine Wahrnehmung der Investoren gegenüber den ABB-Aktien ist trotzdem positiv. Auch das ist für Gegentrends typisch: Zeit schlägt Potenzial. Es ist zwar so, dass der Aufwärtstrend noch ungebrochen ist und noch anhält. Weil wir uns aber weniger dafür interessieren, wie lange ein Trend läuft, als dafür, was er bringt, würden wir ABB trotzdem nicht mehr kaufen.

Die über die vergangenen zwei Wochen entstandenen Diskrepanzen zwischen steigenden Preisen und fallendem Trendmomentum können sich zwar noch in den September hinein hinziehen. Wir wissen, dass Divergenzen ein Reife- und kein Timingsignal sind. Weil die Ambivalenz eines Trends ab einem gewissen Reifegrad jedoch überproportional ansteigt, nimmt auch das Risiko zu, als Folge kurzfristiger Optimierungen das Abwinken des grösseren Trends zu verpassen. Wenn prozyklische kurzfristige Optimierungen notwendig sind, liegt dies eben oft daran, dass es mit der mittelfristigen Performance nicht stimmt.

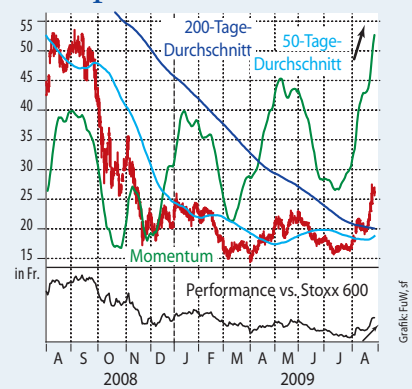
#### Zyklisch verzögert

Petroplus ist vom Geschehen am Gesamtmarkt nicht abgekoppelt. Einige Sektoren laufen den Indizes voraus, andere hinten nach. Petroplus ist zyklisch verzögert, hängt hinter dem Gesamtmarkt nach wie ein Kometenschweif. Dieser Sachverhalt lässt sich an der Anordnung der Momentumwendepunkte feststellen und stimmt für diesen Titel für die nächsten Wochen noch positiv. Doch auch hier gilt, was in dieser Kolumne schon Anfang Monat diskutiert wurde: Der Aktienmarkt gerät in eine Transitionsphase und wird heterogener.

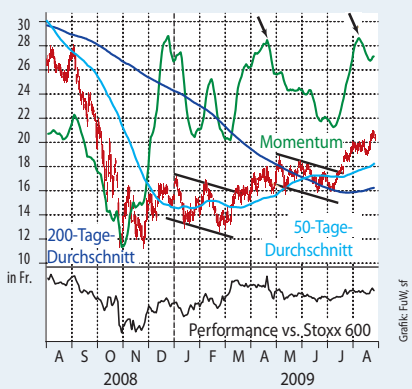
ROLAND VOGT [www.invest.ch](http://www.invest.ch)

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.

#### Petroplus N



#### ABB N



#### Clean Up!



# «Es wird zu riskant, US-Papiere zu halten»

FUW-SAMSTAGINTERVIEW MAGNE ORGLAND Leiter Wegelin Asset Management, St. Gallen

Herr Dr. Orgland, Ihre Bank plant einen weitgehenden Rückzug aus dem amerikanischen Kapitalmarkt und rät Privatanlegern, den Ausstieg aus US-Wertpapieren. Was sind die Überlegungen?

Es sind zwei Gründe: Einerseits die US-Erbschaftssteuer, die US Estate Tax, die auch bei Ausländern ohne festen Wohnsitz in den USA anfällt, wenn sie US-Wertschriften besitzen. Der Höchststeuersatz beträgt 45%. Andererseits die geplante Ausdehnung des Qualified Intermediary Regimes, welche die beteiligten Banken zu einer Art verlängertem Arm der amerikanischen Steuerbehörde macht. Diese Änderungen führen dazu, dass der US-Kapitalmarkt aus Anlegersicht unattraktiv wird. Die Komplexität und Unschärfe der neuen Regeln führen zu einem unverhältnismässigen Kontroll- und Verwaltungsaufwand für die Banken und sind mit hohen operativen Risiken verbunden.

Die eklatante Rechtsunsicherheit ist ein Aspekt, die düsteren fundamentalen Aussichten wohl ein anderer, der den Abschied von Amerika rechtfertigt...

Der Schritt, auf Distanz zum US-Kapitalmarkt zu gehen, erfolgt nicht nur aus Selbstschutz, sondern vielmehr aus Sorge um die Kunden. Alles deutet darauf hin, dass es schlicht zu riskant wird, amerikanische Wertschriften zu besitzen. Die Regierung Obama verkennt, dass ihr Hauptproblem infolge des gigantischen Kapitalbedarfs in der Finanzierung liegt. Die Staatsverschuldung ist gigantisch und die amerikanische Eigenfinanzierung erschreckend: Etwa 40% der Schulden sind in der Hand von innerstaatlichen Institutionen. Die hochverschuldete öffentliche Hand ist also Schuldner und Gläubiger zugleich. Das sind düstere Aussichten.

Sprechen die schlechten Perspektiven des Dollars ebenfalls für eine Untergewichtung des US-Engagements?

Amerikas Haushaltsdefizit wird dieses Jahr enorme 13% des Bruttosozialproduktes betragen. Wenn wir die Kriegsjahre ausklammern, betrug das bis anhin höchste Defizit seit 1920 nur 6%. Ein solches Defizit ist keinesfalls nachhaltig. Früher oder später müssen entweder die Steuern stark erhöht oder die Ausgaben drastisch gekürzt werden. Beide Massnahmen werden in einem Umfeld tiefen Wachstums und hoher Arbeitslosigkeit sehr unpopulär sein. Die einfachste Lösung für die Politiker ist daher Inflation, sprich eine schlechende Abwertung des Dollars. Es ist kein Zufall, dass auch zwei der erfolgreichsten amerikanischen Investoren, Warren Buffett und Bill Gross, sich in sehr deutlichen Worten gegen ihre Heimwährung gewendet haben.

In welchem Zeitraum wird Wegelin den Rückzug vollziehen? Wir sind dabei, unsere Kunden auf diese Risiken hinzuweisen. Der Rückzug soll bis Ende 2009 umgesetzt sein.

Wie sieht es für ältere private Anleger aus, die US-Aktien halten? Müsst sie sich, wollen sie Erbschaftssteuerprobleme vermeiden, möglichst rasch von ihren US-Papieren trennen? Grundsätzlich ja. Die US-Erbschaftssteuer knüpft beim Estate an, das heisst, bei den physisch vorhandenen Sachen, darunter fallen auch die Wertschriften. Um die Erbschaftssteuer zu vermeiden, muss man die US-Wertschriften veräussern. Leider macht die Estate Tax keine Unterschiede nach Alter hinsichtlich Freibetrag und Steuersatz. Für Pensionskassen stellt die Erbschaftssteuer übrigens kein Problem dar, das sie nicht ablegen können.

In Schweizer Portefeuilles ist Amerika traditionell stark vertreten. Wie sieht Ihr Musterportefeuille ohne Amerika aus – wie werden die Gewichte neu verteilt? Es geht hier in erster Linie um den Ausstieg aus US-Papieren, das heisst, Direktanlagen wie Aktien oder Obligationen. USA-Exposure ist weiterhin möglich. In Europa domizillierte Indexfonds, die in



Magne Orgland rät zum Ausstieg aus Direktanlagen. Indexfonds sind problemlos.

amerikanischen Aktien investieren, sind beispielsweise problemlos. Wer aus Diversifikationsgründen US-Exposure braucht, kann es sich mit anderen Worten über nichtamerikanische Wertschriften aufbauen. Indexfonds sind ohnehin die beste Lösung, um in den als effizient geltenden US-Aktienmarkt zu investieren. Institutionelle wie Pensionskassen haben schon lange erkannt, dass Stock Picking in den USA keinen Mehrwert generiert. Die Wegelin Portfolios sind schon seit längerer Zeit in Amerika untergewichtet. Dies hat

### Der Preis wird exorbitant ausfallen. Amerika muss mit deutlich höheren Finanzierungskosten für die Schulden rechnen.

sich gelohnt, da der US-Aktienmarkt seit 2000 unterdurchschnittlich rentiert hat. Heute ist er gemäss unserer Analysen immer noch 12% überbewertet. Wir rechnen folglich in den nächsten Jahren mit einer unterdurchschnittlichen Rendite. Der europäische Aktienmarkt ist hingegen 17% unterbewertet und somit attraktiver.

Durch den Wegfall Amerikas erhöhen sich doch die Risiken für die Anleger.

Das Gegenteil ist der Fall. Das grösste Risiko für Anleger besteht darin, in überbewertete Anlagen zu investieren, wie japanische Aktien 1989 oder US-Aktien Anfang 2000. Wie das Beispiel Japan zeigt, kann die Erholung solcher Märkte mehr als zwanzig Jahre auf sich warten lassen.

Doch wie sieht es mit der Performance aus? Wird man mit einer künftig bescheideneren Wertsteigerung rechnen müssen? Mit einem diversifizierten Portfolio aus günstig bewerteten Aktienindizes fährt der Anleger im Durchschnitt deutlich bes-

ser. Unsere Wegelin-Active-Indexing-Strategie hat beispielsweise seit 2001 6% per annum besser rentiert als der Weltaktienmarkt. Der US-Aktienmarkt war in dieser Periode nie attraktiv genug, um ins Portfolio aufgenommen zu werden.

Vielen wird ein Abschied aus Amerika schwerfallen. Wachstumsstarke, innovative Industrien wie Biotechnologie werden nicht mehr vertreten sein. Verbauen sich Anleger Performancechancen?

Wer auf Direktanlagen in Branchen wie Biotechnologie setzt, geht erhebliche Risiken ein, da die Aussichten einzelner Biotechnologiefirmen kaum einzuschätzen sind. Wir empfehlen daher, solche Themen über diversifizierte Fonds abzudecken, die in der Schweiz zugelassen sind.

Erwarten Sie, wenn weitere Banken und Vermögensverwalter Ihrem Beispiel folgen sollten, Auswirkungen auf Amerikas Aktien- und Obligationenmärkte?

Die USA scheinen ihre Attraktivität als Zielland für internationale Anleger zu überschätzen. Die insgesamt unternehmerfeindliche, Investitionen benachteiligende Politik der Regierung, gekoppelt mit den kapitalmarktschädlichen Plänen der Steuerbehörde werden nicht ohne Wirkung bleiben. Es würde uns nicht überraschen, wenn auch andere Banken eine Politik der Verabschiedung aus dem amerikanischen Kapitalmarkt vollziehen würden. Als Folge könnte der Risikoaufschlag auf US-Obligationen steigen. Dollar und US-Aktien müssten weiter fallen, um für den globalen Investor attraktiv zu werden.

Schaden sich die Vereinigten Staaten letztlich nicht selber, wenn es zu umfangreichen Mittelabflüssen kommt und das Ausland nicht mehr bereit ist, das rapide wachsende US-Defizit zu finanzieren?

Das ist genau der Punkt. Darin liegt der Rechenfehler der Administration Obama. Zwar wird die aggressive Gangart gegenüber Steuerflüchtlingen zusätzliche Mittel, möglicherweise in Milliardenhöhe, einspielen – der Preis dafür wird aber exorbitant hoch sein. Die USA müssen in Zukunft mit deutlich höheren Finanzierungskosten für die Schulden rechnen. 50 Basispunkte Zinsaufschlag auf eine Gesamtschuld des öffentlichen Haushalts von mehr als 10 Bio. \$ machen 50 Mrd. \$ Mehrkosten pro Jahr aus. Um das wettzumachen, bräuchte es zusätzliches Steuersubstrat in der Höhe von etwa 2 Bio. \$. Die Rechnung wird nicht aufgehen.

Wer wird vom absehbaren Debakel Amerikas in erster Linie profitieren?

Die Gewichte verschieben sich Richtung Asien. Die Märkte dort entwickeln sich schnell und gewinnen an Attraktivität, weil sie auf marktfeindliche Massnahmen weitgehend verzichten. Asien steigt auf, Brasilien vermutlich ebenfalls, Australien wird lachender Dritter sein. Europa kann möglicherweise vom Wiederaufschwung dieser Länder profitieren. Den USA bleiben die vorhandene Militärmacht und die Schulden- und Problemlage.

INTERVIEW: FRANZ SCHNEIDER

### Dollarschwäche macht US-Börsengewinne zunichte

