

Gute Zeiten, schlechte Zeiten

1. Alles hat ein Ende

Seit Mitte März 2003 sind 38 Monate vergangen. Der Schweizer Aktienindex SMI ist in diesem Zeitraum von 3675 auf 8010 Punkte gestiegen. Oder in Prozenten gerechnet: um 118 Prozent beziehungsweise gut 28 Prozent pro Jahr. Der grösste Rückschlag betrug während dieser spektakulären Phase kaum zehn Prozent und dauerte nicht einmal 4 Monate. Man kann auf die Kursgrafiken sozusagen einen Massstab legen; er zeigt schräg nach oben, und auch bei einem schmalen Lineal vermag der Kursverlauf kaum unter dem Massstab hervorzugucken. Wer hätte sich eine solche Linearität nach den vorangegangenen Börsenturbulenzen vorzustellen, einen derartig positiven Verlauf gar zu wünschen gewagt?

Noch spektakulärer erwies sich der Kursanstieg des deutschen Aktienindex DAX. Er schwang sich zwischen dem 12. März 2003 und heute von 2203 Punkten auf 5970 Punkte empor. Dies entspricht einem Anstieg von 171 oder einer jährlichen Rendite von 37 Prozent. Völlig jenseits aller „vernünftigen“ Vorstellungen entwickelten sich im selben Zeitraum gewisse Indizes von Schwellenländern. So gewann der pakistanische Karachi 100 Index 358 Prozent, der türkische Istanbul 100 Index 312 Prozent.

Gute Zeiten also. Die anfänglichen Skeptiker sind mehr und mehr verstummt. Nicht dass bereits Euphorie aufgekommen wäre. Dafür sitzt der Schrecken des 40-Prozent-Abschwungs von 2001 ff. noch allzu tief in den Knochen. Aber es herrscht schon etwas wie eine gesittete Partystimmung an den Finanzmärkten, genährt selbstverständlich von den soliden Gewinnen von Banken und Versicherungen und noch solideren Bonuszahlungen für die vermeintlichen Verursacher solch guter Zeiten.

Aktienrenditen von mehr als 7 Prozent pro Jahr sind „übernormal“, sie müssen sich irgendwann wieder einmal korrigieren. Denn ganz abgekoppelt von der Entwicklung der Realwirtschaft kann keine Finanzmarktgrösse auf die Länge sein. Wenn auch die Unter- und Übertreibungen der Anlegergefühle für heftige Schwankungen der

Kurse sorgen: Im langen Durchschnitt kann Eigenkapital nicht mehr rentieren, als sich die davon genährte Wirtschaft entwickelt und als eine Risikoprämie den Anleger zusätzlich für die immer wieder zu erleidende Unbill entschädigt.

Aber just diese Unbill ist eben auch nötig! Nun kann man natürlich argumentieren, davon habe man zwischen 2001 und 2003 ja wahrlich genug gehabt. Stimmt. Kursabschwünge von 25, 30 Prozent oder von längerer Dauer als einem Jahr sind selten. An den Weltaktienmärkten gab es sie zwischen 1925 und heute lediglich fünfmal. Nur: Zählen denn gehabte Unbill und auch gehabte Freuden an den Märkten überhaupt? Einzig und allein scheinen doch Erwartungen relevant zu sein. Und Erwartungen können doch nicht einfach die Extrapolation des Vergangenen sein, weder im Positiven noch im Negativen. Sie müssten sich um ein vernünftiges Mass herum bewegen; jede andere Vorstellung wäre Torheit. Und eine solche Torheit könnte es sein, jetzt, das heisst nach all den Preisanstiegen an den Aktienmärkten, deutlich zuviel für einen Unternehmensanteil zu bezahlen. Vielleicht könnte man ihn später wieder einmal billiger erwerben.

„Timing“ heisst die Fähigkeit von Finanzmarktarguren, den richtigen Zeitpunkt für Wertpapiertransaktionen zu erwischen. Kaufempfehlungen abzugeben, bevor die Kurse steigen, Verkaufempfehlungen, wenn sie zu sinken drohen. Exaktes und auf einzelne Titel bezogenes „Timing“ ist eine ziemlich aussichtslose Sache, wie zahllose wissenschaftliche Studien belegen. Volltreffer sind rein anekdotischer Art; die Regel ist eine peinliche Abfolge von Fehltreffern. Was aber nicht heisst, dass sich nicht die halbe Finanzmarkthalbwelt darum bemühte und sich mit besonderen Fähigkeiten darin brüstete. Illusionen haben eben auch einen Markt, und nicht den schlechtesten.

Das Ziel muss bescheidener sein. Es darf nicht lauten, jeden Schluckauf der Finanzmärkte voraussehen zu wollen. Kursschwankungen von +/-10 Prozent müssen erträglich bleiben; wer als Anleger von sich oder seinen Beratern anderes erwartet, wird vermutlich bald einmal in einem Anlagestil enden, der punkto Oszillation jeder Diskothekbeleuchtung Konkurrenz macht. Hohe

Kosten sind die Folge solchen Hin und Hers, und dass dies die Taschen leer macht, ist eine der besseren Börsenweisheiten.

Gefragt wäre vielmehr eine Methode, um die wesentlichen, die gravierenden Auf- und Abschwünge wenigstens einigermaßen zuverlässig zu erkennen. 2001 „gemerkt“ zu haben, dass nun ein Desaster bevorsteht, 2003 „gemerkt“ zu haben, dass auch ein Desaster ein Ende hat. Und 2006 – ja, was soll man denn 2006 „merken“?

Das ist die Frage, die uns alle beschäftigt, beschäftigen muss, denn das ist ja unser Beruf. Eine Methode zu finden und zu beschreiben (was wir im folgenden tun werden), mit der eine nach allen Regeln der finanztheoretischen Erkenntnisse aufgestellte strategische Asset Allocation *taktisch* modifiziert werden kann. Vorerst nun allerdings ein ziemlich weit ausholender Exkurs.

2. Wie man ein Flugzeug abschießt

Vorbei sind die Zeiten, in denen jeder Schweizerbürger, falls er einigermaßen mit Verstand, mit genügend Körperkräften und mit etwas Ehrgeiz bestückt war, Offizier der Armee wurde. Die Implosion des hochgerüsteten Warschauerpakts und die Aussicht auf eine dauerhafte Friedensordnung in Europa haben der machtvollen und personalintensiven Schweizer Institution ein Ende bereitet; übrig geblieben ist ein Rumpffgebilde, dessen Rückgrat heute nicht mehr jährlich aufgebotene Milizoffiziere ausmachen, sondern Berufsoffiziere, wie man sie auf der ganzen Welt kennt. Übrig geblieben sind aber auch Erinnerungen vielfältigster Art, beim Schreibenden zum Beispiel im ziemlich spezifischen Know-how der erfolgreichen Bekämpfung feindlicher Flugzeuge.

Das Treffen eines schnellen, sich im (dreidimensionalen) Raum bewegendem Körper mit auf dem Weg zum Ziel nicht lenkbaren Kanonengeschossen, welche zum Zeitpunkt t_0 abgefeuert werden und zum Zeitpunkt t_1 das Objekt zerstören sollen, ist als Fragestellung sehr nahe verwandt mit der Aufgabe, treffsichere (sic!) Börsenprognosen zu erstellen. Zunächst gilt es, ein Flugobjekt erst einmal als solches zu erkennen. Das ist alles andere als einfach, denn das menschliche Auge hat Mühe, sich auf verschiedene Distanzen im blauen Himmel einzustellen, und ist bald einmal auch mit den Geschwindigkeiten moderner Düsenflugzeuge überfordert. Sich auf das Gehör zu verlassen, wäre wenig hilfreich, weil sich die Schallwellen bei weitem zu langsam ausbreiten – eine zwar vielleicht korrekte Prognose käme hoffnungslos zu spät. Bei bewölktem Himmel (in der Schweiz immerhin an mehr als 60 von 100 Tagen) oder bei Nacht taugt das Auge gar nichts, weil feindliche Flugzeuge keine Positions-

lichter einzuschalten pflegen. Erfolgreiche Fliegerabwehr muss deshalb zu anderen Hilfsmitteln der Informationsbeschaffung greifen. Unablässiges Durchsuchen des Luftraums mit Radarwellen kann eine solche Nachrichtenbeschaffungsmethode sein.

Das Finden von Objekten ist das eine, die Feststellung, ob sie Relevanz haben, ist das andere. Man sollte zum Beispiel keine eigenen Flugzeuge bekämpfen. Und um ein wegfliegendes oder den Raum nur tangential berührendes Objekt braucht man sich auch nicht zu kümmern. Zur Nachrichtenbeschaffung gehört dann im weiteren, die wesentlichen Parameter zur Berechnung des voraussichtlichen weiteren Flugwegs festzustellen, also Distanz, bisheriger Flugweg, Geschwindigkeit und eine allfällige Beschleunigung. Eine wesentliche Erkenntnis des Schreibenden in diesem Zusammenhang war, dass Unregelmäßigkeiten im Flugverlauf – hervorgerufen durch Luftlöcher oder durch Windstöße – zu gefährlichen Fehlbeurteilungen führen. Die Daten müssen deshalb in geglätteter Form interpretiert werden. Jede Glättung birgt allerdings im Kern auch die Gefahr des Verpassens eines entscheidenden Informationselements, was im Wettlauf um Zeit – darum handelt es sich ja beim Duell zwischen Flugzeug und Bodentruppen – vielleicht fatal sein könnte.

Zwischen Nachrichtenbeschaffung und Interpretation besteht ein enger Zusammenhang, und wer nicht weiss, welchen Restriktionen die Nachrichtenbeschaffung unterliegt, der überschätzt vermutlich bald einmal seine Interpretationsleistung. Beim Bekämpfen von Flugobjekten kam im Verlaufe der Zeit erschwerend dazu, dass diese lernten, sich zu verstellen, indem sie sich als eigene ausgaben oder indem sie die Geometrie ihres Radarechos verfälschten oder indem sie versuchten, das gegnerische Radar auf ein falsches Objekt zu lenken. Die Erkenntnis lautet, dass nicht alles, was korrekte und relevante Information zu sein scheint, das auch ist. Skeptische Überprüfung des gesamten Dateninputs ist deshalb eine Daueraufgabe, falls man am Ende treffen will.

Als die Flugzeuge noch sehr langsam flogen, genügte es, den Nachrichtenbeschaffungs- und Interpretationsvorgang „von Hand“ oder mit einfachen Hilfsmitteln (Telemeter, analoge Rechner und dergleichen) vorzunehmen. Da machte es durchaus auch Sinn, die Resultate „von Hand“ zu korrigieren und mit Gefühlen, gepaart mit Erfahrung, den Berechnungen etwas nachzuhelfen. Mit zunehmender Geschwindigkeit und all den hochkomplexen Massnahmen und Gegenmassnahmen der elektronischen Kriegsführung wurden solche Anstrengungen aber mehr und

mehr illusorisch, ja gefährlich. Nur noch ausgediente und leicht trottelige Oberste trauerten schliesslich der Handkorrektur noch nach, gesiegt hatte der moderne Hochleistungscomputer.

Aufgrund des bisherigen Flugwegs eines gegnerischen Objekts kann ein solcher Hochleistungsrechner den wahrscheinlichen Verlauf während den nächsten paar Sekunden errechnen und aufgrund dieser Berechnungen den notwendigen Vorhalt für die Kanonen ermitteln. Das mathematische Verfahren dafür ist die lineare oder die quadratische Extrapolation, je nachdem, ob das Flugobjekt (anscheinend) am Beschleunigen ist oder nicht. Die Hypothese lautet also, dass das Flugobjekt über die nächste Zeit das fortsetzt, was es erkennbar bis anhin getan hat. Ist ein solches Verhaltensmuster nicht feststellbar, lohnt es sich nicht, Munition zu vergeuden. Ist eine völlige Verhaltensänderung erkennbar – zum Beispiel das Ansetzen zu einem Stechflug – so müssen die Prognosen schleunigst umgestellt werden. Aber selbst wenn der Fliegerabwehrcomputer ideal funktionieren würde: Hypothese bleibt Hypothese, das Treffen ist lediglich wahrscheinlich.

Eine letzte Erkenntnis aus dem Erfahrungsschatz des Milizoffiziers: Genau treffen ist zwar das Ziel, aber man kann auch *genau daneben* sein. Ein Flugobjekt im Raum ist enorm klein, weshalb man gut daran tut, mit einer Art Schrotladung das Risiko zu diversifizieren. Das hatte schon Leonardo da Vinci in seinen ballistischen Studien erkannt, und deshalb mussten die viel zu präzisen Schweizer Geschütze mit einer sogenannten „Systemsteuerung“ versehen werden, einer Wakkellagerung sozusagen, zur Erzeugung des Diversifikationseffekts.

3. Wir sind alle Extrapolierer

Nachrichtenbeschaffung – Interpretation – Prognose – Erfolgserlebnis: Ungefähr so (und mittlerweile wohl auch etwas verklärt...) gestalten sich die Erinnerungen an die Zeit, als man sich in Europa noch auf Angriffe von Mig- und Suchoi-Flugzeugen vorzubereiten hatte. Und analog gestalten sich auch die Erinnerungen an erfolgreiche Börsentips und Anlageempfehlungen; ehrlicherweise muss man zugeben, dass auch bei solchen das Adjektiv „verklärt“ oft nicht ganz daneben ist.

Die Analogie zwischen dem Flugweg eines Objektes im dreidimensionalen Raum und dem Kursverlauf von Aktien oder eines ganzen Indexes ist allerdings nur eine äusserliche. Denn beim Flugweg weiss man wenigstens, wie er zustandekommt: Ein Pilot steuert eine Maschine mit weitgehend bekannten Spezifikationen durch die Luft; diese Aktivität unterliegt dabei einigen

ziemlich eindeutigen aerodynamischen Gesetzen. Des Piloten Handlungsfreiheit für die nächsten (für die Fliegerabwehr relevanten) drei, vier Sekunden hält sich in engem Rahmen. Die Finanzmärkte kennen demgegenüber nur den eigentlichen Verlauf, aber es gibt keinen Piloten (die oft verwendeten, aggregierten „Marktteilnehmer“ sind ja kaum mehr als eine ziemlich gewagte Fiktion), die Maschinen sind weitgehend unbekannt, und von aerodynamischen Gesetzen kann nicht die Rede sein.

Deshalb bewegt sich schon der Prozess der Nachrichtenbeschaffung in einem Nirwana, dessen Dimensionen die einfachen drei des Himmelsraumes bei weitem übersteigen. Der Interpretationsmöglichkeiten sind Legion, und entsprechend vielfältig müssten die Prognosen ausfallen. Das tun sie aber nicht. Ein Blick in die Finanzgazetten und in das tonnenweise zur Verfügung stehende Analysematerial genügt: Im wesentlichen wird, genau wie bei der Fliegerabwehr, extrapoliert. Die meisten Prognosen gehen mehr oder weniger von der Fortschreibung des gehaltenen Verlaufs aus. Mit Nuancierungen selbstverständlich und den branchenüblichen Vorbehalten und Rückversicherungen, aber dennoch. Dabei wird häufig eine Pseudogenauigkeit zelebriert, die den Oerlikon-Geschützen Ehre machen würde, und nur die Einsicht und die Erfahrung, dass Extrapolation lediglich eine (eigentlich ziemlich unwahrscheinliche) Variante des künftigen Verhaltens von Aktienkursen und Indexverläufen ist, legt den Anlegern und ihren Beratern nahe, sich vorsorglich eine ziemlich grobe Schrotladung zuzulegen, sprich: zu diversifizieren.

Die schon bei früherer Gelegenheit zitierten Überlegungen des Stanford-Ökonomen Mordecai Kurz erklären, weshalb Extrapolation ein durchaus rationales Verhalten für die Finanzmarktteilnehmer ist: Sowohl die Nachrichtenbeschaffung (im Nirwana) als auch die Interpretation (von oft gar nicht so klaren Nachrichten) sind kostspielig und mühsam und lohnen sich so lange nicht, als man davon ausgehen kann, dass die anderen Marktteilnehmer in genügender Zahl und mit genügender Intensität ebenfalls extrapolieren werden. Kurz nennt dieses Verhalten „rational beliefs“; die von vielen Marktteilnehmern nachgebeteten Glaubenssätze führen aber systematisch und in kürzeren oder längeren Abständen ins Abseits. Was resultiert, sind die immer wieder beobachtbaren Über- und Untertreibungen, die Zyklen, in deren Verlauf jedes mit Verstand bestückte Wesen weiss, dass „etwas“ oder auch viel mehr nicht stimmen kann, aber dennoch kaum den Mut aufbringt, sich anders zu verhalten als alle anderen.

Der Extrapolation steht die Möglichkeit entgegen, zu behaupten, der bisherige Verlauf an den Finanzmärkten habe keinen Einfluss auf den künftigen Verlauf. Jeden Tag, jede Minute, jede Sekunde würden die Karten neu gemischt, in jeder nächsten Sequenz werde neu gewürfelt. Und weil das so sei, könne man für den künftigen Kursverlauf auch nichts Gescheiteres von sich geben als eine Prognose von Durchschnittsrenditen, wie man sie eben typischerweise für bestimmte Aktienkategorien oder Indizes beobachtet, sowie eine Masszahl für die Wahrscheinlichkeit, mit der die Durchschnittsprognose eintrifft bzw. von ihr nach oben und nach unten abgewichen werden dürfte, unbesehen davon, ob die Kurse nun schon seit Jahren stark gestiegen sind oder ob man sich im neunten Monat eines dreissigprozentigen Börsenabswungs befindet. Die Annahme einer Normalverteilung von Renditen und die Verwendung von Durchschnittsrenditen entsprechen einer sehr einfachen Anwendung der klassischen Finanztheorie. Sie hat den Vorteil, korrekt und, soweit wir es zu beurteilen vermögen, konsistent zu sein. Ihr Nachteil besteht darin, etwa so relevante Prognosen zu produzieren wie eine stillstehende Uhr: Zweimal am Tag ganz richtig, sonst aber immer falsch. Über die klassische Finanztheorie kann man kaum Zyklen erklären, geschweige denn prognostizieren. Da Zyklen aber realexistierende Phänomene sind, können finanztheoretisch basierte Konzepte nur dann Bedeutung erlangen, wenn der Anlagehorizont so lange ist, dass jegliche Zyklen irrelevant werden. Also zwanzig, dreissig Jahre oder noch mehr. Den Anleger mit einem solchen Zeithorizont suchen wir allerdings immer noch.

4. Alchemie und Pragmatik

Da die reine Extrapolation von Zeit zu Zeit verheerend falsch sein kann und die Anwendung der reinen finanztheoretischen Lehre innerhalb der meist kurzen Beurteilungsperioden der Anlagetätigkeit zu wenig relevanten Aussagen führt, behilft man sich mit Krücken und Gerüsten aller Art, um dem Nirwana mit seinem inhärenten Mangel an ersichtlichen aerodynamischen Gesetzen doch noch etwas Struktur zu verleihen. Im Vordergrund stehen zwei Vorgehensweisen: die ökonomische Fundierung und der Chartismus.

Es ist naheliegend, dass man zwischen den beobachtbaren Entwicklungen in der realen Wirtschaft – den Ergebnissen einzelner Unternehmungen, aber auch den aggregierten Wachstumszahlen ganzer Volkswirtschaften – und dem Verhalten der Finanzmärkte Zusammenhänge herzustellen versucht. Denn unbestrittenerweise haben ja beide, die reale Seite der Wirtschaft und deren Finanzierung, viel miteinander zu tun. Sie bedingen

sich sozusagen. Ohne reale Unternehmensgewinne keine Aktienrenditen – ohne dem Risikomass entsprechende Erwartungsrenditen kein Kapital für künftige Unternehmensgewinne. Und so wird denn alles, was das Bild sowohl der realen als auch der finanzierenden Seite der Wirtschaft ausmachen könnte, kompiliert: die Zinssätze, die Geldpolitik der Notenbanken, die Währungsrelationen, die Inflationsraten, die Wachstumsraten, die Arbeitslosenquoten, die Unternehmensgewinne, die Margenverhältnisse, die Kurs-/Gewinnverhältnisse, Kredit- und andere Ratings und so weiter und so fort.

Auch wir gehörten bis anhin der Zunft der ökonomischen Kompilierer an. Wir versuchten, aus bestimmten Beobachtungen logische Schlüsse zu ziehen und die logischen Schlüsse in eine logische Beziehung zu dem zu setzen, was wir prognostizieren wollten. Was wir aber immer wussten und ehrlicherweise auch immer zugaben: Eindeutig erwiesene und erklärbare Syllogismen, Wenn-Dann-Verhältnisse, gibt es im Nirwana eben nicht, und gar oft ist die Auswahl der sogenannten Indikatoren, der als relevant erachteten Datenmengen also, etwas gar willkürlich und zeitgeistbedingt. Einmal herrscht Deflationsangst, dann kommen Zinsängste auf, dann wiederum zweifelt man an der amerikanischen Konjunktur, von der man glaubt, sie sei der Motor der Weltwirtschaft, und man tut so, als ob es eine solche gäbe. Aber immerhin: Einer Annäherung ans eigentliche Ziel entspricht das Vorgehen vielleicht, und vor allem ist es in der Branche akzeptiert und wird von den Kunden zumindest als gute Unterhaltung geschätzt.

Die Alternative besteht darin, Zusammenhänge ohne ersichtliche ökonomische Fundierung herzustellen und zu verwenden. Also beispielsweise zu sagen, dass nach einem zweimaligen Erreichen einer bestimmten Marke im Kursverhältnis des US Dollars zum Schweizerfranken der „Durchbruch“ (was immer das dann auch heissen soll) nach oben oder unten sehr wahrscheinlich sei. Oder dass die Überkreuzung einer geglätteten Dreimonatsdurchschnittslinie mit einem ungeglätteten Tagesverlauf ein unzweideutiges Anzeichen für einen bevorstehenden Crash bedeute. Im Verlaufe der Zeit begegnet man einem bunten Strauss behaupteter Korrelationen. Es gibt Fondsmanager, die ihre Tätigkeit nach dem Verlauf von Sonne, Mond und Sternen richten.

Überheblichkeit ist unangebracht. Denn offensichtlich fehlen „richtige“ Rezepte. Was als brillante Leistung eines logischen Überhirns daherkommt, war möglicherweise nur ein Zufallstreffer oder eine Glückssträhne. Was als seltsam alchemistische Giftmischerei erscheint, ist mögli-

cherweise sehr systematische und deshalb erfolgreiche Anlagetätigkeit. Im Bankhaus am Bohl in St. Gallen sind wir immer mehr zur Überzeugung gelangt, dass der Versuch zur ökonomischen Fundierung oft nicht viel mehr als einer gerissenen Verpackungsstrategie für zumeist extrapolierendes, das heisst prozyklisches Vorgehen entspricht. Die Begründungen folgen vielfach irgendwelchen Gefühlen, und diese werden allzu stark und allzu oft durch die herrschende Stimmung aller anderen bestimmt. Einen echten Mehrwert für den Anleger und Kunden kann man so nicht erarbeiten.

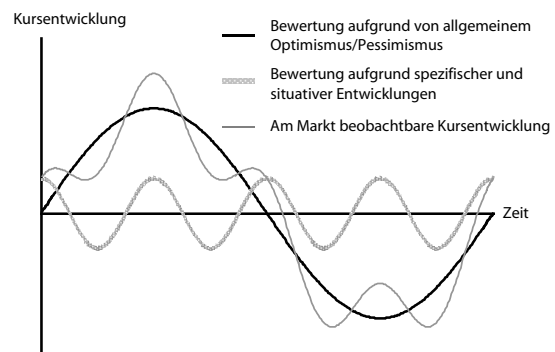
Die Ziele müssten bescheiden sein, haben wir weiter oben gesagt. Ein erster Anlauf zur Bescheidenheit besteht darin, *a priori* auf den Versuch zur Herstellung irgendwelcher theoretisch herleitbarer Zusammenhänge zu verzichten und weitestgehend befreit von vermeintlichem Vorwissen in die Welt zu schauen und zu fragen: Welche Elemente waren es denn, die – in genügendem Masse beobachtbar selbstverständlich – „etwas“ mit den Entwicklungen an den Finanzmärkten zu tun hatten? Ob Mond und Sterne oder eben doch ein paar wirtschaftliche Dinge wie Risikoprämien, Zinsentwicklungen und Verhältniszahlen zwischen Bondrenditen und Aktienrenditen, ist zunächst unerheblich. Wenn am Ende Einflussgrössen resultieren, die doch noch irgendwie einen rationalen Erklärungsgehalt aufweisen, um so besser. Wir wollen ja nicht als Giftmischer gelten.

Der zweite Anlauf zur Bescheidenheit liegt, wie gesagt, in der Beschränkung der Zielsetzung. Den Anspruch, so genau treffen zu wollen wie eine Fliegerabwehrkanone, ist angesichts der Unbestimmtheit, was den bisherigen „Flugweg“ bewirkt hat, und der noch grösseren Ungewissheit, was den Weiterflug ausmachen wird, ziemlich naiv. Da es aber, wie wir festgestellt haben, real existierende Zyklen gibt, wäre es wenigstens nett zu wissen, ob man sich in einem solchen befindet und wenn ja, in welchem: Werden Aktien momentan und auf absehbare Zeit eher bevorzugt oder eher gemieden? Nicht mehr, aber auch nicht weniger.

Die dritte Bescheidung liegt in der – mit dem Erscheinen von Zyklen zusammenhängenden – Einsicht, dass Bäume nicht in den Himmel wachsen. Aktienhaussen müssen ein Ende haben, genauso wie ein Crash nicht beim Nullpunkt enden wird. Das Pendeln um einen Mittelwert, im Falle von Aktien mehr oder weniger rund um eine längerfristig erzielbare Durchschnittsrendite, ist ein naheliegendes Verhaltensmuster. Man nennt dies in der Fachsprache „mean reverting“.

Was wir mit anderen Worten versuchen, ist das Erkennen des groben Musters unter Herausfilterung des irrelevanten Rauschens, der Luftlöcher und Windstösse sozusagen. Und wir wollen eigentlich nur wissen, ob der Flieger auf dem Weg nach oben oder nach unten ist. Mit einer Schrotladung von genügend Diversifikation sorgen wir dafür, dass genügend Treffer resultieren. Die folgende Grafik versucht, diese Reduktion auf das Wesentliche schematisch darzustellen.

Auf die Grosswetterlage kommt es an



Quelle: Analyse

Wie sieht nun dieser pragmatische Annäherungsversuch an eine Methode praktisch aus? Im folgenden beschreiben wir unsere Vorgehensweise zur Gewinnung einer taktischen Veränderung des Aktien- bzw. Obligationenanteils. Die Methode wurde zu Beginn des zweiten Quartals 2006 eingeführt.

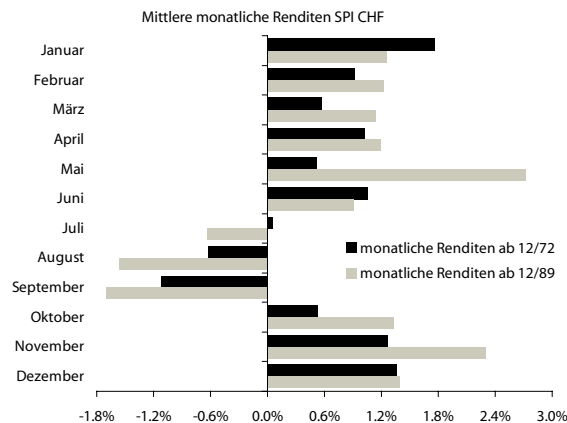
5. Überraschend viel Saisonalität

Manche Börsenweisheiten haben es in sich. Man belächelt sie, weil sie nur ab und zu zutreffen, übersieht dabei aber, dass sie das vielleicht in mehr als 50 Prozent der Fälle tun. Und wenn das so ist, kann man damit Geld verdienen, genau gleich, wie man mit einem gezinkten Würfel oder einem holprig gelagerten Roulettebrett Geld verdienen kann, vorausgesetzt, man hält sich an die Regeln. Eine dieser Börsenregeln heisst „Sell in May and go away“. Empirisch gesehen stimmt sie in der Tat nicht, denn der Monat Mai gehörte in den letzten 33 Jahren zu den eindeutigen „Gewinnern“. Zwischen Juli und September sind aber eindeutig negative Muster erkennbar. Dies erstaunlicherweise eigentlich querbeet über die ganze Welt hinweg.

Eine ökonomische Logik mag (wohlverstanden: *mag* – ein höherer theoretischer Anspruch wäre unbescheiden) darin liegen, dass viele amerikanische Buchhaltungen, namentlich von Fondsmanagern und Vermögensverwaltern, Ende September schliessen. Berichterstattungsperioden beeinflussen das Anlageverhalten von Managern mehr als irgendwelche langfristige Strategien. Den Bonus erhält man in der kurzen Frist, und auch gefeuert

wird man nicht wegen einer während zehn Jahren aufgelaufenen Underperformance. Zum Effekt der Saisonalität könnte auch beitragen, dass die Gewinnschätzungen für Unternehmungen durch die Finanzanalysten in der Regel zu positiv ausfallen (in wessen Sold ich stehe, dessen Lied ich singe...). Im dritten Quartal müssen die Schätzungen dann den effektiven Gegebenheiten angepasst, das heisst nach unten korrigiert werden.

Gute Monate, schlechte Monate...



Quelle: Analyse, wöchentliche Daten Dezember 1972 bis Februar 2006

Erstaunlich ist eher, dass die amerikanischen Besonderheiten der Berichterstattung so stark auf die anderen Börsen der Welt einwirken. Die Korrelation der Finanzmärkte untereinander ist aber ohnehin bedeutend höher als diejenige verschiedener (realer) Volkswirtschaften, und der amerikanische Kapitalmarkt ist nun halt vorderhand *das* Schwergewicht auf der Welt. Das mag sich in Zukunft ändern, aber bis zum Beispiel ein chinesischer Aktienmarkt zum amerikanischen stösst, wird noch eine Weile vergehen: Die chinesische Marktkapitalisierung beträgt gerade einmal 2 bis 6 Prozent (je nach Massstab) vom Gesamtwert aller US-Firmen. Interessant ist in diesem Zusammenhang übrigens auch, wie stark die zweite von uns berücksichtigte Saisonalität, der amerikanische Präsidentschaftszyklus, die Weltbörsen beeinflusst. Regelmässig erweist sich das dritte Präsidentschaftsjahr (das Jahr 2006 gehört dazu...!) als besonders anfällig für Rückschläge. Ökonomisch mag das mit fiskalischen und monetären Stimulierungsmechanismen im Hinblick auf das Wahljahr zusammenhängen. Sie beginnen ab Jahr 4 zu wirken, und die Börsen nehmen dies ab etwa November des dritten Präsidentschaftsjahrs vorweg. Bis ins zweite Jahr hinein mögen Hoffnungen auf die entscheidende Wende zur politischen Besserung wirken, welche dann ab Jahr drei definitiv enttäuscht erscheinen.

Die Frage ist höchstens, weshalb dieselben Illusionen und dieselben Enttäuschungen immer und

immer wieder vorkommen können. Die Markteffizienz müsste solche Zyklik ja irgendwann einmal ausgleichen. Vorderhand scheint dies nicht der Fall zu sein. Es ist aber Aufgabe der Programmierer unseres „Fliegerabwehrcomputers“, die gewählten Modelle mit der nötigen Skepsis immer wieder zu hinterfragen. Beim Aufkommen von Düsenjägern musste man sich ja weiland auch etwas umstellen.

6. Ich liebe Dich, ich lieb' Dich nicht

Mit Saisonalität allein wäre es aber gewiss nicht getan. Es gibt Marktphasen, in denen jeglicher Rhythmus unterbrochen wird und in denen ein, zwei gewichtige Themen die Laune für einige Zeit entweder gründlich verderben oder im Gegenteil dermassen stimulieren, dass nur noch der Vergleich mit jung Verliebten einigermaßen adäquat zu sein scheint. Das Problem liegt allerdings darin, dass es im Gegensatz zu hormonellen Prozessen nicht so einfach ist, festzustellen, in welchem Aggregatzustand man sich gerade befindet. Oder noch etwas präziser: Es ist unendlich schwierig, kleine Stimmungsschwankungen, die ja selbst bei jung Verliebten auftreten können, vom unterliegenden Grundzustand zu unterscheiden. Die Luftlöcher und die Windstösse, um zur im Kapitel 2 gewählten Sprache hinüberzuwechseln, sind das Problem.

Und selbstverständlich möchte man vor allem in den Randzonen eines Trends, also dann, wenn sich alles vom Schlechten zum Guten wendet oder umgekehrt, möglichst bald möglichst eindeutige Resultate sehen. Wir behelfen uns mit einem Konglomerat von 13 verschiedenen Datenreihen, welche, jede für sich, anzeigt, ob die Märkte eher für oder eher gegen Aktien sprechen. Unter den Indikatoren befinden sich Trendmodelle über das Verhältnis der Aktienkursentwicklung gegenüber den Obligationen und von Kurzfristcharts gegenüber Langfristcharts, Momentum-Daten, Sentiment-Daten, Leading-Indicators und dergleichen mehr.

Man mag davon halten, was man will – uns interessieren nicht primär ökonomische Glaubenssätze, sondern Methoden, wie wir für unsere Kunden Mehrwert produzieren können. Das Überprüfen des Modells anhand vergangener Daten („Backtesting“) gegenüber einem Benchmark von 50 Prozent Aktien und 50 Prozent Obligationen ergibt bei tieferer Volatilität eine Überrendite von drei bis vier Prozent pro Jahr; dies über mehr als zehn Jahre und mithin über sehr verschiedene Situationen an den Finanzmärkten hinweg. Der Grad an Verliebtheit in Aktien schwankte zwischen 1998, 2001 und 2003 bekanntlich beträchtlich.

In eine ähnliche Richtung zielen die Erhebungen über die Anzahl von Käufern und Verkäufern, welche an den Finanzmärkten aktiv werden. Grundsätzlich findet ökonomisch gesehen natürlich jede Nachfrage ein Angebot. Aber es ist ein Unterschied, ob sich auf dem Marktplatz der Stadt viele Interessierte tummeln oder ob nur ein paar einsame Verirrte auszumachen sind. Reine Volumenbetrachtungen – also die Anzahl gehandelter Titel in einem bestimmten Zeitraum oder die Höhe des Marktwerts der gehandelten Titel in einem bestimmten Intervall – helfen allerdings nicht unbedingt weiter. Interessant ist vielmehr, die Anzahl auftretender Kaufwilliger der Anzahl Verkaufwilliger gegenüberzustellen. Man kann dies tun, indem man das Volumen von Aktien mit einem Kursanstieg innerhalb eines Tages dem Volumen von gesunkenen Titeln gegenüberstellt, oder indem man misst, welche Kaufs- oder Verkaufsaktivitäten sogenannte Insider (z.B. Verwaltungsräte und Manager betroffener Firmen) vornehmen. Sie müssten „es“ ja wissen.

7. Der Markt sagt's selber

Es gibt Zeiten, in welchen die Anleger ihre Kapitalhingabe an die Wirtschaft für risikoreicher halten als in anderen Zeiten. Und weil sie für ihr voraussichtliches Risiko gebührend entschädigt werden wollen, verlangen sie eine entsprechende Prämie. Die Höhe dieser Prämie kann man messen, zum Beispiel anhand von Optionspreisen für Kontrakte über verschiedene Laufzeiten und im Vergleich zu risikolosen Geldmarktanlagen. Man kann die Höhe von Durchschnittsprämien über verschiedenste Aktienmärkte und Branchen erheben, man kann die Einschätzung der Marktteilnehmer aber auch weit detaillierter für bestimmte Weltregionen, Risikoklassen oder auch spezifische Unternehmungen auf diese Weise schätzen.

Unser „Arbitrage Pricing Theory“-Modell erweist sich in erster Linie als recht guter Konjunkturindikator, beziehungsweise umgekehrt können aus Konjunkturprognosen auch Rückschlüsse auf die künftig zu erwartenden Prämien gezogen werden. Wir setzen unser APT-Modell zur Schätzung der vom Markt erwarteten Renditen für die Anlageklassen der Aktien und der Obligationen ein. Eine starke Veränderung der Risikoprämien signalisiert einen entsprechend deutlichen Meinungsumschwung bei den Marktteilnehmern. Ein solcher Meinungsumschwung kann, muss aber keineswegs in den Preisen (d.h. in den Aktien- und Obligationenkursen) sichtbar sein. In allgemeinen Auf- oder Abwärtstrends gehen relative Preisveränderungen regelmässig unter. Oder um mit der Fliegerabwehr zu sprechen: Zur hohen Schule dieser militärischen Kunst gehört es, von Flugzeugen abgefeuerte Missiles zu erkennen, zu

erfassen und zu bekämpfen. Das Erkennen der relativen Beschleunigungsveränderung ist entscheidend. Ein wichtiger Vorgang insofern, als Missiles bekanntlich am Boden explodieren können...

Die Stärke des APT-Modells liegt ohne Zweifel darin, dass es sich nicht auf irgendwelche Umfragen abstützen muss, sondern dass in Franken, Euro und Dollar bezahlte Preise zugrundeliegen. Die Datenqualität ergibt sich aus Taten und nicht aus lediglich (folgen- und kostenlos) abgegebenen Lippenbekenntnissen. Geschwätzt wird bekanntlich viel; demgegenüber ist jeder bezahlte Preis ein kleiner Tatbeweis. Das ist insofern von Belang, als ja gerade die Finanzmärkte und die mit ihr verbundenen Akteure Gerüchten und Geschichtchen besonders ausgesetzt sind. Wer sich nicht täuschen lassen will, tut gut daran, den Fakten den Vorrang zu geben und dem „Heard on the Street“ das zuzuordnen, was ihm zusteht: Unterhaltungswert.

8. Synergetische Modelle

Zum gewählten pragmatischen Ansatz gehört nun auch, die verschiedenen Modelle nicht einzeln zu verwenden, sondern sie so aufeinander abzustimmen, dass sie uns und unseren Kunden eindeutige Handlungsanweisungen vermitteln. Wir tun dies, indem wir die einzelnen Signale gewichten und zu einer einzigen Kennzahl addieren. Um nicht der Gefahr des (transaktionsintensiven und damit für den Kunden kostspieligen) Oszillierens zu verfallen, behandeln wir eine bestimmte Bandbreite im Verlauf der Kennzahl als neutral. Wir wollen erst starke und damit auch eindeutige Signale weitergeben. Damit filtern wir das „Rauschen“, das jeglichem Modell innewohnt, heraus, allerdings vermutlich um den Preis, ab und zu nicht zu den ersten zu gehören, die „es“, zum Beispiel einen bevorstehenden Börsenabschwung, gemerkt haben. Die tieferen Transaktionskosten, die sich aus dem Umstand ergeben, dass das Modell pro Jahr kaum mehr als drei- bis viermal von einem Zustand in den anderen wechselt, gleichen diesen Nachteil auf die Länge wohl aber auf.

Interessant ist es nun, bei der näheren Untersuchung der Datenreihen festzustellen, dass die Kombination der verschiedenen gewählten Modelle die Aussagekraft nicht vermindert oder gar eliminiert. Vielmehr resultiert eine deutliche Verstärkung der Signale, indem in Phasen, in welchen das eine oder andere Modell vielleicht eine (innerhalb der definierten Bandbreite) neutrale Position einnimmt, zwei oder drei andere Modelle deutlich positive oder deutlich negative Signale aussenden. Ein echtes Patt durch entgegengerichtetes Verhalten ist demgegenüber selten der Fall.

Die anhand langer Datenreihen und über verschiedene Aggregatzustände der Finanzmärkte hinweg getesteten Kennzahlen unseres Modells zur taktischen Gewichtung von Aktien gegenüber Obligationen sind ermutigend. Ins Auge sticht zunächst einmal die höhere Rendite bei praktisch gleicher Volatilität, das heisst gleichem Risiko, was in einer sehr günstigen Sharpe-Ratio zum Ausdruck kommt. Bei einer systematisch über eins liegenden „Information-Ratio“ (dem Mass für die Überrendite pro Prozentpunkt der Abweichung eines Portfolios gegenüber einem Benchmark) gibt es wenig Gründe, den beschriebenen Modellansatz zu verwerfen.

Man hätte besser und ruhiger gelebt!

	TAA Schweiz	Benchmark Schweiz	TAA Welt	Benchmark Welt
Rendite p.a.	15.8%	9.3%	11.7%	7.7%
Volatilität	9.3%	8.3%	8.4%	7.6%
Sharpe Ratio	1.48	0.86	1.15	0.72
Max. Rückgang	-9.9%	-23.7%	-14.8%	-22.8%
Tracking Error	4.3%		3.5%	
Information Ratio	1.55		1.17	

Quelle: Analyse

Bemerkung: Bruttorendite ohne Transaktionskosten; Schweiz in CHF; Welt in USD; wöchentliche Daten Dezember 1992 – Februar 2006; Benchmarks jeweils mit konstantem Anteil 50% Aktien und 50% Obligationen; TAA-Ergebnisse mit Über-/ Untergewichtung des Aktienanteils gemäss TAA-Modell.

Aufgrund der positiven empirischen Ergebnisse wagen wir es, von der Handsteuerung auf den Autopiloten umzusteigen. Wir ersetzen damit allerdings nicht den Menschen durch die Maschine, sondern wir verlagern lediglich die Tätigkeit des Menschen an einen anderen Ort als bis anhin. Anstatt in ineffizienten Plaudergremien über die mögliche Relevanz immer anderer und völlig situativ (und zumeist von aussen) bestimmter Kennzahlen zu brüten, setzen wir die intellektuelle Arbeitskraft zur stetigen skeptischen Überprüfung der angewendeten Modelle, zur Verbesserung des Autopiloten und zur Anpassung an neue Gegebenheiten, ein. Mit grosser Wahrscheinlichkeit werden die Marktkräfte ja die eine oder andere „Gesetzmässigkeit“ im Nirwana der Finanzmärkte eliminieren. Dann nämlich, wenn genügend Marktteilnehmer die Zyklik erkannt haben und ebenfalls antizyklisch handeln.

Und darüber hat die genannte intellektuelle Arbeitskraft natürlich auch noch ein paar weitere Betätigungsfelder. So wäre es beispielsweise mehr als wünschenswert, ähnlich zuverlässige Signale für den Währungsbereich zu erhalten. Nett wären auch deutlich verbesserte Zinsprognosen. Und ausserdem müssen wir auch unsere Paradedepferde im Bereich der Index-Produkte, Active Indexing®

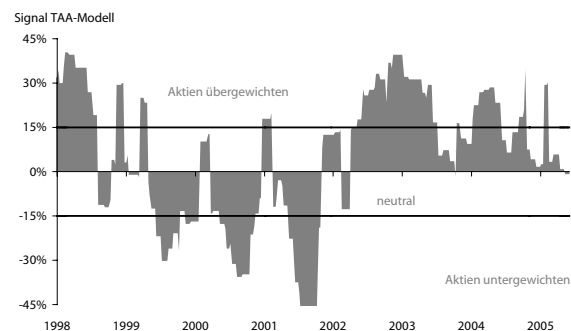
und die daraus abgeleiteten weiteren Programme, dauernd weiterpflegen. Sie funktionieren nach ähnlichen Prinzipien wie das in diesem Kommentar dargestellte Modell-Konglomerat zur Bestimmung der taktischen Gewichtung von Aktien und Obligationen.

9. Schlechtere Zeiten?

Der gegenwärtige Börsenaufschwung dauert, wie einleitend gesagt, nun schon 38 Monate. Die längsten Börsenaufschwünge in den letzten 80 Jahren erreichten fünf bis sechs Jahre, im Durchschnitt wurde ein Aufschwung lediglich drei Jahre alt. Es ist halt schon so: Mit jedem Tag, an dem die Börse weiter nach oben geht, erhöht sich die Wahrscheinlichkeit eines Abschwungs. Es gilt also, Augen und Ohren offenzuhalten. Gründe für eine Abkühlung gäbe es ja genug: Den seltsamen iranischen Präsidenten, das Bin Laden-Phantom, das amerikanische Doppeldefizit, die europäische Fiskalkatastrophe, die sich verhärtenden Fronten im globalen Freihandel, den sich abzeichnenden weiteren Zinsanstieg, das Ende der relativ ruhigen Zeiten im Währungsbereich.

Wir halten uns in unseren Empfehlungen nun an die Signale des dargestellten Modells. Die untenstehende Grafik zeigt den Verlauf der Signale über die letzten 5 Jahre.

Autopilot: (noch?) keine Handlungsanweisung



Quelle: Analyse

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt steht das Modell bei -0.9 Prozent von maximal/minimal 45 Prozenten, also leicht im negativen Bereich, aber noch längst innerhalb der von uns festgelegten Grenze von +/-15 Prozent. Die Empfehlung lautet also, sich „neutral“ zu verhalten, das heisst sich an die langfristigen strategischen Vorgaben zu halten. Aber eines ist auch klar ersichtlich: Die Luft gegenüber 2003 dünner geworden. Kein Wunder, nach all den gehabten Freuden. Wie lautete doch ein Werbespot für eine Tageszeitung? „Wir bleiben dran!“ – Tun wir.

KH, 15.5.2006