

Newsletter August 2018

Wie mit Kurs-Schocks umgehen?

Am 26. Juli schloss die Facebook-Aktie 18.96% unter dem Kurs des Vortages. Kurssprünge dieses Ausmasses von einem Tag auf den anderen sind derzeit häufige Erscheinungen. Sie sind typisch für heterogene Marktstrukturen, was aber nicht das Thema des heutigen Newsletters ist. Vielmehr höre ich aus vielen Gesprächen dass weitherum Schwierigkeiten bestehen, damit klar zu kommen. Daher widme ich diesen Newsletter dem Thema starker Kursveränderungen von einem Tag auf den anderen die auf eine konkrete Unternehmensmeldung zurückgeführt werden können.

Am Anfang steht die Frage: Was ist die Börse? Nicht alle geben die gleiche Antwort darauf. Meine Haltung dazu ist klar. Sie wurde von Denkern wie Friedrich von Hayek, Niklas Luhmann, W. Brian Arthur und anderen vorgegeben. Was ursprünglich Teil der österreichischen Schule der Nationalökonomie war, entwickelte sich zu dem, was heute als Evolutionary Finance bekannt ist. Bei der Behandlung des Themas versuche ich, mich an das Diktum des deutschen Schriftstellers Johann Paul Friedrich Richter zu halten, dessen nom de plume Jean Paul war, was auf seine Bewunderung für Jean-Jacques Rousseau zurückgeführt wird. „Kurzschreibe hat Denkweite“, schrieb Jean Paul, was sich der Essayist, Lyriker und legendäre Konzertpianist Alfred Brendel in Schriften und Interpretationen in bewundernswerter Weise zu Eigen gemacht hat.

Die Börse ist ein komplexes, adaptives System. Komplex wegen der Teilnahme vieler Gehirne und mittlerweile auch Computer, die gerne mit dem Kürzel KI assoziiert werden, was sowohl künstliche Intelligenz als auch künstliche Ignoranz bedeuten kann. Adaptiv deswegen, weil die Teilnehmer des Systems sich gegenseitig beobachten und beeinflussen. Der Erfolg jeder Disposition hängt davon ab, dass andere in Zukunft bereit sind, nicht nur gleich zu disponieren, sondern auch noch dafür über einen längeren Zeitraum mehr zu zahlen wenn eine Handlung à la hausse war. War sie hingegen à la Baisse gerichtet, hängt der Erfolg davon ab, dass andere für immer weniger Geld bereit sind, die gleichen Objekte herzugeben, die schon verkauft wurden. Und wenn ich so positioniert bin, dass ich das verkauft habe, wofür andere immer mehr zu zahlen bereit sind und das gekauft habe, was andere für immer weniger Geld herzugeben willens sind, muss ich mich irgendwann anpassen um nicht ruiniert zu werden. Ein solches System ist alles andere als statisch. Es verändert sich. Die Art und Weise der Veränderung ist unterschiedlich. Die Unterschiede zu klassifizieren ist analytisch gesehen entscheidend. Sie werden auf vier Ebenen manifest: Momentum, Volatilität, relative Stärke und Marktbreite. Diese verändern ihre Profile in typischer Weise bevor ein Trend seine Richtung dreht. Darin kommt der evolutorische und emergente Charakter zum

Ausdruck. Hierin liegt nun der analytische Ansatz für den Umgang mit starken Kursveränderungen. Treten sie ein ohne dass zuvor die vorgenannten Profile eine Trendumkehr signalisiert haben, kann mit hoher Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass eine scharfe Kursbewegung gegen den Trend von einer Wiederaufnahme des Trends abgelöst wird. Daraus leitet sich die Regel ab, nie auf eine Unternehmensnachricht hin zu reagieren wenn sie eine Kursbewegung gegen den Trend auslöst ohne dass zuvor Profilveränderungen der Trendstruktur in Erscheinung getreten sind.

Scharfe Kursbewegungen wie bei Facebook werden uns noch für lange Zeit begleiten. Ich gehe davon aus, dass sie zwei Ursprünge haben. Einer besteht in der Schwierigkeit, die die Anlegerwelt im Umgang mit dem Paradigmenwechsel hat, welcher im Newsletter März 2017 unter dem Titel „Die Beine der Börse“ angekündigt wurde und in mehreren folgenden Ausgaben dieser Publikation erneut unter dem Thema *des Schattenwurfes der Politik* auf die Börsen besprochen wurde. Weder die Ausbildung noch die Erfahrung der Börsenteilnehmer, insbesondere der professionellen, ist darauf ausgerichtet, mit Paradigmenwechseln im sozialen Umfeld der Börsen umzugehen. Ein zweiter Grund besteht meines Erachtens in der hohen Durchdringung des Börsenhandels insbesondere in New York durch computergenerierte Programme. Schätzungen zufolge liegt diese Quote bei etwa 75%. Als Mitglied von Anlageausschüssen institutioneller Anleger habe ich zahlreiche Gelegenheiten gehabt, Bewerber um Mandate, die ihre Entscheide auf quantitative Modelle abstützen, zu befragen. Daraus habe ich die Lehre gezogen, dass diese Modelle erschreckend ähnlich aufgebaut sind. Das bedeutet, dass sehr wahrscheinlich die Gegenpartei der Computer meistens biologische Gehirne sind während die Algorithmen unidirektional handeln. Schaut man sich die grossen Tagesschwankungen an, stellen sich diese meistens als Kurslücken dar, woraus sich ergibt, dass der Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage bei negativ aufgenommenen Nachrichten stets deutlich unter den Schlusskursen des Vortages einstellen, bzw. spiegelverkehrt bei positiv aufgenommenen Nachrichten. Die Facebook-Aktie steht dafür nur als Beispiel für viele da:



Darin kommt der „Machtunterschied“ zwischen der „elektronischen“ gegenüber der „biologischen“ Population zum Ausdruck: Es bedarf einer Kurslücke, um ausreichend starke Gegenparteien zu finden und zu Abschlüssen zu führen.

Nachhaltige Signale an den Börsen entstehen aus dem System selbst, das heisst sie sind emergent. Sie werden nicht von aussen schockartig herbeigeführt. Das wage ich als eine der Zusammenfassungen meiner 47-jährigen Erfahrung an der Börse zu stipulieren. Ich wage auch zu sagen, dass gute Investoren nicht auf Nachrichten warten. Vielmehr erarbeiten sie Visionen der Zukunft schleichend indem sie das System, unter dessen spontanen Ordnung die Teilnehmer die Nachrichtenflut analysieren und in Handlungen umsetzen, als erste Station der Analyse angehen bevor sie sich in die Einzelheiten begeben, wie zum Beispiel die Beurteilung einzelner Unternehmen und der von ihnen emittierten Aktien. Ich kann guten Gewissens sagen, dass aus meiner Erfahrung davon ausgegangen werden kann, dass Kursschocks auf Nachrichten von einer Population ausgelöst werden, die über keine wirklich smarte Entscheidungsstrategie verfügt. Das wage ich auch über die quantitativen Modelle zu sagen, die auf Geschwindigkeit anstatt auf eine qualitativ hochstehende Analyse des Geschehens ausgerichtet sind. Das hierin aufgegriffene Thema dient vorwiegend der Leserschaft des Newsletters dazu, sich durch Kursschocks nach oben oder unten, die auf Unternehmensnachrichten folgen, nicht zu Handlungen hinreisen zu lassen. Zu oft werden sie sonst merken, dass in der Eile gesetzte Handlungen in Weile bereut werden müssen.

Ohne das Gebot der Kürze verletzen zu wollen, möchte ich zum Schluss doch nicht unterlassen, die Merkmale komplexer adaptiver Systeme auch an dieser Stelle wiederzugeben, wie sie bereits im letzten eines dreiteiligen Essays von Dr. Heinz-Werner Rapp und mir am 21. Oktober 2017 in Finanz und Wirtschaft erschienen sind:

- Das System umfasst eine Ansammlung unterschiedlicher interagierender Objekte (Agenten).
- Das Verhalten der Objekte (Agenten) ist beeinflusst durch Gedächtnis oder Feedback.
- Die Agenten nutzen individuell-heterogene kognitive Prozesse zur Interpretation der Systemparameter.
- Die Objekte passen Verhalten und Strategien laufend gemäss historischem Erfahrungshintergrund an.
- Das System ist typischerweise offen und kann durch Umweltvariablen beeinflusst werden.
- Das System generiert fortlaufend neue Strategien, Regeln oder sonstige Innovationen (Novitäten).

- Das System erscheint als Folge ständig neuer Veränderungen lebendig (evolutorisch).
- Das System produziert überraschende und oftmals extreme Phänomene (Ausreisser).
- Die Phänomene treten aus sich heraus und ohne zentrale Steuerung (Emergenz) ein.
- Das System zeigt komplizierte Abfolgen relativ stabiler und massiv instabiler Zustände (Regimes).
- Das System operiert niemals im Zustand eines stabilen Gleichgewichtes oder eines definierten Regelkreises.

Unifinanz Trust reg.
Alfons Cortés
Senior Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li

