

Newsletter April 2017

Intuition

In den Jahren 2003 bis 2005 trat ich an einer Reihe von Anlässen in Europa und Asien auf, an denen der 2002 mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnete Psychologe Daniel Kahneman über seine Forschungsergebnisse und ich über deren Applikation referierten. Zwischen den einzelnen Anlässen kam es zu Gesprächen, die zu den Glanzpunkten meines mittlerweile 46-jährigen Berufslebens zählen. Ich erinnere mich gut an eine Unterhaltung in der Bar des Conrad-Hotels in Hongkong am 27. Oktober 2004, an welcher ich den Gelehrten über Intuition ausfragte. Mir war die öffentlich ausgetragene Auseinandersetzung zwischen Kahneman und seinem Kollegen Gary A. Klein bekannt. Für Kahneman waren intuitive Entscheide a priori irrational. Klein nahm eine ähnliche Position ein wie der Psychologe Gerd Gigerenzer vom Max-Planck-Institut in Berlin: Intuition verhilft zu besseren Entscheiden in komplexen Situationen als unter den gleichen Umständen versuchsweise durchkalkulierte und daher als „rational“ angenommene Verfahren. Damit schienen sie Friedrich von Hayek zu bestätigen, der bereits 1949 in *„Die Verwertung des Wissens in der Gesellschaft“* den Mathematiker und Philosophen Alfred Whitehead zitierte: *„Es ist ein völlig irriger Gemeinplatz, der in allen Lehrbüchern und in Vorträgen hervorragender Leute immer wiederkehrt, dass wir die Gewohnheit entwickeln sollen, bewusst zu denken was wir tun. Gerade das Gegenteil ist der Fall. Der Fortschritt der Zivilisation besteht darin, dass die Zahl der wichtigen Handlungen, die wir ohne Nachdenken ausführen können, immer grösser wird.“*

Zur damaligen Zeit, als das Gespräch mit Daniel Kahneman stattfand, war ich überzeugt, dass er recht hatte, dass Intuition an der Börse nicht zulässig sei. Was mich aufhorchen liess – und zur weiteren Vertiefung meines Respektes für den Gelehrten Kahneman beitrug – war seine Aussage, dass er möglicherweise falsch liege und gegebenenfalls, wenn er davon überzeugt sei, seinen Irrtum öffentlich korrigiere.

Im Jahre 2012 erschien ein Buch von John Coates unter dem Titel *„The Hour Between Dog and Wolf“*. Coates ist eine interessante Persönlichkeit. Er war Derivatehändler bei Merrill Lynch und Goldman Sachs bevor er Medizin studierte und Neurologe wurde. Derzeit hält er eine Professur für Neurowissenschaft und Finance an der Universität Cambridge inne. Die Spezialgebiete von Coates sind die Beeinflussung von körperlichen Befindlichkeiten auf das Denken mit Schwerpunkt auf Neuroendokrinologie. Das genannte Buch von John Coates ist einfach zu lesen und eine Offenbarung für alle, die jede Gelegenheit nutzen, um mehr über die Kognition der Spezies Mensch zu verstehen. In Kapitel 4, betitelt mit *„Gut Feelings“*, folgt nach einer kurzen Einführung das Un-

terkapitel „CAN WE TRUST OUR HUNCHES?“ Hier geht er vertieft auf ein Thema ein, das technische Analytiker interessieren dürfte. Er bespricht darin, dass Daniel Kahneman und Gary Klein sich geeinigt haben, dass unter bestimmten Bedingungen Intuition in einer ähnlichen Weise kalkuliertem Vorgehen überlegen sei wie Gerd Gigerenzer in seinen Untersuchungen hervorhebt, u.a. publiziert im Buch „*Simple Heuristics That Make Us Smart*“, das Gigerenzer zusammen mit Peter M. Todd herausgab. Kurz gesagt: Die Überlegenheit liegt dort vor, wo intuitive Entscheide von einem Gehirn gefällt werden, das in einer spezifischen Materie besonders geschult ist. Kahnemann und Klein gehen noch etwas weiter als Gigerenzer und definieren Intuition als „*The Recognition of Patterns*“. Auf Intuition sei nur Verlass, wenn zwei Voraussetzungen erfüllt werden: Erstens kann Expertise, die Intuition zulässt, nur entstehen, wenn in einem Umfeld gearbeitet wird in welchem sich Muster wiederholen. Die Expertise besteht darin, Muster zu erkennen. Und zweitens müssen die Muster häufig vorkommen und Rückschlüsse auf ihre Erfolgsquote zulassen, weil Individuen nur so lernen können. Finanzmärkte werden ausdrücklich benannt als Lieferanten eines Umfeldes, welches die Kriterien von Kahneman und Klein erfüllen. John Coates erläutert seinerseits, dass Mustererkennung still und leise in höheren Gehirnregionen vor sich gehe, nämlich in Teilen des Neo-Cortex und des Hippocampus, welches als Erinnerungskammer des Gehirns gilt. Womit wir wieder bei Hayek und seinem seminalen Aufsatz „*Die Verwertung des Wissens in der Gesellschaft*“ angelangt wären, in dem er feststellt: „*Es ist nicht nur ein Gleichnis, wenn man das Preissystem als eine Art von Maschinerie zur Registrierung von Veränderungen bezeichnet, oder als ein System von Fernvermittlung, das die einzelnen Produzenten instand setzt, nur mit Hilfe der Beobachtung von ein paar Zeigern, so wie etwa ein Techniker die Zeiger von ein paar Zifferblättern beobachtet, ihre Tätigkeit an Änderungen anzupassen, von denen sie nie mehr zu wissen brauchen, als sich in der Preisbewegung widerspiegelt.*“

Was bedeuten diese Erkenntnisse für die Praxis? Sie bedeuten, dass im Prinzip, bei entsprechendem Training, die technische Analyse ein sinnvolles Instrument darstellt um mit vernünftigem Aufwand Entscheide an der Börse zu treffen oder zumindest zu beeinflussen. Das Problem für die Akzeptanz der technischen Analyse besteht darin, dass zahlreiche Studien junger Akademiker zu einem bestenfalls durchzogenen Ergebnis geführt haben. Ich kenne viele Studien, und ich muss sagen: So wie die angelegt wurden geht kein Techniker vor. Jeder Markttechniker weiss, dass technische Analyse nur durch Vernetzung brauchbare Ergebnisse liefert, d.h. durch eine in der Breite angesetzten Analyse, die zusammenführt, was in einer bestimmten Marktphase zusammenwächst um zu verstehen, welche Ordnung sich der Markt durch Versuch und Irrtum von Millionen von Teilnehmern gibt und wann diese Ordnung sich auflöst und eine neue entsteht. Spontane Ordnung geht vom Erfolg einer Population aus, die von immer weiteren Populationen akzeptiert wird bis es „des Guten zuviel“ wird. Hayek, Gigerenzer, Kahneman, Klein und Coates mögen die kognitiven Prämissen dargestellt haben, warum technische Analyse funktionieren kann. Einen sehr praxisorientierten Ansatz haben Doron Avramov von der Hebrew University of Jerusalem, Guy Kaplanski

von der Bar-Ilan University und Haim Levy ebenfalls von der Hebrew University of Jerusalem gewählt. Sie haben von November 2011 bis Dezember 2014 1'000 Empfehlungen von technischen Analysten und 1'000 Empfehlungen von fundamentalen Analysten dokumentiert, die in der Sendung „*Talking Numbers*“ von CNBC ausgestrahlt wurden. Das Ergebnis sieht folgendermassen aus:

	Technische Analyse	Fundamentale Analyse
“Strong Buy“	+ 8.97%	- 1.33%
“Buy“	+ 1.56%	- 2.45%
“Hold“	- 0.10%	+ 1.38%
“Sell“	- 0.59%	+ 8.28%
“Strong Sell“	- 8.13%	- 6.41%

Zurück zu Kahneman, Klein und Coates (abgekürzt KKC). Der Begriff der Intuition steht nach Fremdwörterduden für das „Erkennen eines Sachverhaltes vom Gefühl her, ohne Überlegung ...“. Die aktuelle Gehirnforschung würde „ohne Überlegung“ ersetzen, z.B. „aus dem Unter- oder Vorbewusstsein“, was hiesse: dort wo unbemerkt Überlegungen ablaufen. Coates spricht, wie oben schon ausgeführt, ausdrücklich von „silent“, d.h. leisen Abläufen. Ältere Ausgaben des Fremdwörterdudens fügten hinzu, dass Intuition schnelle Handlungen als Reaktion auf exogene Impulse auslösen. So sehen es KKC nicht. Der zeitliche Ablauf ist nicht relevant, sondern die Muster, ihre häufige Wiederholung und die Überprüfbarkeit des Erfolges, der sich aus ihrer Interpretation ergibt.

An welche Muster kann im Kontext dieser Ausführungen gedacht werden? Zunächst wird vermutlich an Formationen gedacht, die sich auf den Preischarts einstellen Sie können durchaus informativ sein. Allerdings braucht es sehr viel Erfahrung, Formationen zu interpretieren. Es kommt darauf an, wo sie in einer Preisentwicklung auftreten, ob ein vorangegangener Trend lange oder kurz gedauert hat oder heftig ausfiel, wie hoch das vorangegangene Momentum war, wie sich Momentum und Umsätze während der Entstehung einer Formation verändern, welche Muster ein Objekt normalerweise ausbildet (z.B. bilden Aktien wie Nestlé und solche wie International Paper sehr unterschiedliche Muster aus), und vieles mehr. Relevanter jedoch sind ganz andere Muster: solche, die zeigen, dass sich im Markt Populationen sammeln, die einen Bruch mit den bisher dominierenden Erwartungen vollzogen haben. Ein Beispiel: Am 28. April 2003, also kurz nach Ende des grossen Bärenmarktes, der im März 2000 im Nasdaq und im September 2000 im S&P 500 begonnen hatte, hielt ich in Bern einen Vortrag. In der *Berner Zeitung* vom 29. April 2003 erschien ein Artikel dazu,

aus dem ich folgendes zitiere: „*Cortés blickt nicht in die Kristallkugel; er lässt die im Markt aktuell erhältlichen Zahlen sprechen. Und in welche Richtung zeigt nach der Analyse der Trend? Die Indikatoren deuten gemäss Cortés auf einen nachhaltigen Aufwärtstrend hin: «Der Bärenmarkt ist beendet.» ...Der Markttechniker Cortés erkennt die grossen Trends in der Mehrzahl der Fälle, wie ein Blick in die bisher erschienenen Kolumnen der «Finanz und Wirtschaft» zeigt. Bereits vor fünf Wochen plädierte er zum Kauf von Aktien.*“ Was ist an diesem Artikel besonders nennenswert? Dass sich – und das war einmalig bei über 500 Vorträgen, die ich auf drei Kontinenten gehalten habe – der Veranstalter, d.h. mein Gastgeber - von meinen Erwartungen distanzierte und gegensätzliche Einschätzungen zum Ausdruck brachte. Wo lag der Unterschied? Ich hatte ein Muster erkannt, welches darin bestand, dass eine homogene Baisse-Struktur, welche über 80% der Aktien mit sich zog, seit Oktober 2002 sich auflöste und dadurch für stärker werdende gegenteilige Erwartungen Platz machte. Mein Gastgeber hatte sowohl die Konjunktur als auch Kurs-/Wert-Verhältnisse analysiert und war der Überzeugung, dass sich die Baisse aus ökonomischen Gründen fortsetzen werde. Er hatte mit den Zahlen, die verfügbar waren und mit üblichen Variablen gearbeitet, während ich unbewusst auf eine Mustererkennung setzte, die ich seit 1971 kontinuierlich vertiefte und verbesserte. Daraus ist eine Mustererkennung im Sinne von KKC geworden, die unbeabsichtigt Hayek's Devisse folgt, dass es in einem komplexen System wie der Börse darum gehe, das Richtige zu tun ohne wissen zu können, warum es das Richtige sei.

In jeder Hausse und in jeder Baisse werden gleich viele Aktien gekauft wie verkauft. Der Preis richtet sich nach der Kraft einer von zwei Parteien: In der Hausse nach jener der Bullen, in der Baisse nach jener der Bären. Die Oberhand hat die homogenere Partei. Homogenität drückt sich in der Marktbreite aus. Jede dieser Parteien besteht aus einer Koalition von Populationen, die sich hinsichtlich der Methode, wie sie zu ihren Entscheiden gelangen, unterscheiden, aber trotzdem zu übereinstimmenden Erwartungen gelangen. Die Trends, die sie auslösen, enden damit, dass sich eine Population nach der anderen aus der Koalition abmeldet und entweder nichts tut oder sich der Gegenpartei anschliesst und konträre Handlungen zu ihrem bisherigen Handlungsmuster setzt. Diese Migration von Koalitionären von der einen Partei zur anderen entdeckt man nur über die technische Analyse, und nur dann, wenn letztere in die Breite geht, d.h. wenn sie beginnend mit dem MSCI Welt, führend durch die Indizes aller bedeutenden Märkte, aller Sektoren und aller Aktien, die sich in den untersuchten Indizes befinden, analysiert. Die anfallende Datenmenge ist nur durch den Einsatz von Computern verwertbar. Sie wird dadurch nicht weniger intuitiv, wenn man Intuition im Sinne von KKC versteht.

Hayek, aber auch John Maynard Keynes, haben spekulativ die Grundlage gelegt für diese Art der technischen Analyse, sie haben enorm viel Verständnis über kognitive Prozesse gezeigt, als die Gehirnforschung noch in den Kinderschuhen steckte und nicht wirklich weiterkam weil die mo-

deren bildgebenden Verfahren nicht zur Verfügung standen, und KKC haben zusammen mit vielen anderen, darunter Antonio Damasio als Pionier der Theorie somatischer Marker, welche die Signale des Körpers an das Gehirn und die Einflussnahme dieser Signale auf die Kognition als Erster erforschte, die akademische Begründung für das gegeben, was wir bei Unfinanz machen: Wir sind Spezialisten der Intuition so wie von Kahneman, Klein, Coates und anderen verstanden.

Und welche Muster erkennen wir jetzt? Im Buch „*Psychologie für Börsenprofis*“, herausgegeben von Bernhard Jünemann, habe ich das Parteiensystem an der Börse mit dem Majorz-System einer parlamentarischen Demokratie verglichen. Stellen Sie sich vor, dass in Grossbritannien die Tories regieren, Labour stellt die Opposition. Weitere Parteien, wie z.B. die Liberalen, halten nur wenige Sitze im Parlament – wie z.B. schon vorgekommen sechs mit 20% der Stimmen. Sie sind vergleichbar mit Kleinanlegern, die kommen und gehen und kaum Bedeutung für die Börsenstruktur gewinnen. Beide Parteien, die konservativen Tories und Labour, bestehen aus Gruppierungen von Parlamentariern, die sich ideologisch besonders nahe sind. Wann verliert eine regierende Partei die Mehrheit? Wenn die Gruppierungen innerhalb der Partei sich nicht mehr hinter einem gemeinsamen Ziel stellen. So enden Trends an den Börsen: Wenn z.B. Value-Investoren – die sich wiederum aus unterschiedlichen „Glaubensrichtungen“, wie am besten Werthaltigkeit errechnet werden soll unterscheiden – nach einem Aufwärtstrend eines Indexes anfangen auszusteigen, nimmt die Homogenität der Bullenpartei ab. Die Marktbreite schrumpft. Die repräsentativen Indizes steigen weiter. Das führt dazu, dass immer weniger Aktien Gewinn bringen, was wiederum anderen Populationen signalisiert, dass die Hausse zu Ende geht. Die Argumente jener Partei, die sich bisher kein Gehör verschaffen konnte, weil sie keine Erfolge vorzuweisen hatte, werden jetzt erhört, in Handlungen umgesetzt und der Erfolg migriert von der Bullenpartei in Richtung der Bärenpartei. Damit schafft das soziale, komplexe System Börse Situationen, die wiederum individuelle Verhaltensreaktionen auslösen, die eine begonnene Veränderung verstärken und einen Trend entstehen lassen. Nach einer Baisse ist es genau umgekehrt.

Die aktuellen Muster an den Börsen interpretiere ich so: Die Partei der Bullen regiert mit einer prekären Mehrheit und besteht aus einer wackligen Koalition unterschiedlich denkender Gruppierungen. Das wird erkennbar an der mässigen Marktbreite (in der Regel partizipieren derzeit zwischen 70 und knapp 80% der Aktien an den Trends der Indizes, während 80 bis beinahe 100% in richtigen Bullenmärkten gleichgerichtete Preistrends wie die Indizes aufweisen), scharfen Reaktionen auf Nachrichten (auch ein Muster unter vielen, das in eine komplette Analyse eingebaut sein muss), das Momentum entwickelt sich erratisch, d.h. auf gewisse Nachrichten ausserordentlich stark in Richtung des Trends, flaut aber sehr schnell wieder ab (Momentum und die Art seiner Entfaltung ist ein weiterer Baustein einer vernetzenden Analyse), und die Präferenzen zwischen den Sektoren verschiebt sich relativ häufig. Dieses Muster ruft nach der Handlungsweise, die ich

schon seit langem propagiere: Man kaufe nicht die Indizes, sondern Aktien, orientiere sich an globale Sektoren, da diese sehr stark vom Verlauf der Indizes abweichen, gewichte jede Aktienposition niedrig, z.B. maximal 1.5% des Portfolios, sei bereit, sich rasch an neue Entwicklungen anzupassen, die sich aus dem Verhaltensmuster in den Sektoren ergeben, und befolge den Spruch, den mir mein unvergessener Lehrmeister Alan Shaw beibrachte: „Kleine Gewinne und kleine Verluste heben sich gegenseitig auf. Grosse Verluste sind verboten. Es bleiben die grossen Gewinne.“ Parameter für Ein- und Ausstieg sind nicht statisch. Sie richten sich nach Muster-Kriterien. Aus einer Baisse kommende Aktien müssen eine viel höhere Volatilität aufweisen können als solche, die schon lange einen Aufwärtstrend hinter sich gebracht haben. Ein ganz entscheidender Faktor bleibt die relative Stärke. Wer will schon steigende Aktien haben, die deutlich weniger zulegen als ein Index? Dann kauft man lieber einen ETF auf einen Index, der noch den Vorteil der Diversifikation aufweist und wartet zu, bis man Aktien findet, die den eigenen Kriterien entsprechen und die Chance haben, sich deutlich besser zu entwickeln als der Index. Die Unentschlossenheit, die meiner Meinung nach ihre Wurzeln in den widersprüchlichen Signalen aus der monetären Politik der Notenbanken, aber auch staatspolitischen Entwicklungen hat, ist nicht nur an den Aktienmärkten zu beobachten, sondern auch an den Devisenmärkten sowie bei Gold und Silber. Die schwachen Überzeugungen, die hinter den Handlungen stehen, werden erst durch die Adoption eines durchschlagenden Themas überwunden, welches immer mehr Leute mit ähnlicher Unbeirrtheit umsetzen wie ein Spürhund einer Fährte folgt. Bis es so weit ist bleibt das Muster, das ich seit Ende 2015 immer wieder zu beschreiben versucht habe, und heute auch wieder, bestehen.

Unifinanz Trust reg.
Alfons Cortés
Geschäftsführender Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li

