

Newsletter Juni 2017

Zwei Perspektiven – ein Ergebnis

Vor mir liegt ein Buch, das mir als freundliche Aufmerksamkeit letzte Woche zugestellt wurde. Es trägt den Titel „*Warum die Politik versagt. Diagnosen eines Ökonomen*“. Autor ist der für seine scharfe Zunge, spitze Feder und dicke Haut bekannte Professor Silvio Borner. Der Zufall will es, dass ein gewisser Bezug zu einem anderen Buch hergestellt werden kann, das mir ebenfalls als nette Geste überlassen wurde. Dessen Autor habe ich bis jetzt nicht sehr geschätzt: Michael Lewis. Einige seiner Bestseller habe ich nach der Lektüre weniger Seiten wieder weggelegt. „*The Undoing Project: A Friendship that Changed Our Minds*“. Dieses Buch habe ich in einem Zug gelesen. Es handelt vom 1996 verstorbenen Amos Tversky und seinem 2002 vom Nobelkomitee ausgezeichneten Freund und Forschungspartner Daniel Kahneman, der, wie auch die Witwe Tverskys, die Biographie autorisiert zu haben scheint. Auf Seite 293 zitiert der Autor eine Aussage Tverskys: „We study natural stupidity instead of artificial intelligence.“ Im Verlaufe der Abhandlung wird auch auf den Ökonomie-Professor Richard Thaler Bezug genommen, der den Begriff „Behavioral Finance“ kreiert hat. Thaler fasste die Prospect Theory, die Kahneman und Tversky weltberühmt gemacht hat, bündig zusammen: Sie hatten eine Idee, nämlich die, dass die Leute systematisch mit einem „Bias“ handeln, was auf Deutsch übersetzt werden kann mit „Vorliebe für etwas“ oder „Hang zu etwas“, also eine Handlungsweise, die im Sinne des von Neumann-Morgenstern-Axioms nicht rational ist. Daraus schloss Thaler, dass wenn Leute systematisch „falsch“ liegen können, ihre Fehlentscheide nicht so ausgegübelt werden, dass Marktversagen a priori ausgeschlossen werden kann.

Staaten und Märkte haben vor allem eines gemeinsam: Sie sind komplexe soziale Systeme als Folge der Interaktion einer sehr grossen Zahl von Menschen, die zu einem grossen Teil verbal und über Preise aus der Anonymität heraus miteinander kommunizieren. Versagen können beide – Staaten wie Borner meint und Märkte wie der staatsgläubige Thaler die Welt sieht. Borner führt Staatsversagen auf das Wissens- und Informationsproblem zurück. Dabei beruft er sich ausdrücklich auf Friedrich von Hayek. Thaler greift die von Kahneman und Tversky aufgedeckte und von weiteren Forschern bestätigte und vertiefte systematische Unzulänglichkeit des Menschen auf, Wahrscheinlichkeiten richtig einzuschätzen. Damit haben sie und andere Behavioral Finance-Forscher, wie nebst Richard Thaler auch die beiden Nobelpreisträger Kenneth Arrow und Robert Shiller, „irrationale“ Marktergebnisse bzw. Marktversagen begründet. Im Grunde genommen streiten beide Seiten um des Kaisers Bart. Borner sagt, wie Hayek, dass niemand vollständig informiert sein kann, während Kahneman, Tversky, Thaler und Co. den Standpunkt einnehmen, dass die meisten mit den vorhandenen Informationen im Sinne des Rationalitätsaxioms der Ökonomik äusserst mangelhaft umgehen können. Damit sprechen sie eine begrenzte kognitive Leistungsfähigkeit an, was

eigentlich etwas ganz anderes ist als Irrationalität. Wie dem auch sei: Gehirnforscher Robert A. Burton scheint das Rätsel zu lösen. Er forscht, wie es dazu kommt, dass wir meinen, etwas zu wissen und nicht merken, ob das, was wir meinen zu wissen, wir auch tatsächlich wissen. In der konkreten Welt der Physik scheint das ganz gut zu gelingen. In der Welt abstrakter komplexer sozialer Systeme verwechseln wir sehr oft Wissen mit Meinen. Sein Buch *„On Being Certain: Believing You Are Right Even When You’re Not“*, ist bei der Auflösung dieses links-/rechts-Konfliktes ein Meilenstein.

Wir Börsianer sind von Berufs wegen recht oft sowohl mit Staats- als auch mit Marktversagen konfrontiert. Staatsversagen erleben wir in Teilen der Regulierung unserer Tätigkeit, die keinem Rationalitätstest standhält. Staatsversagen erlebten wir auch in der Förderung gewisser Investitionsentscheide durch die Politik, wie z.B. jene der deutschen Bundesregierung, als nach dem Kollaps der DDR Investitionen in Immobilien im Territorium der Ex-DDR steuerlich gefördert wurden. Das Ergebnis waren Immobilienruinen, darauf lastende Hypotheken, die nicht bedient werden konnten, was zum Debakel der einst stolzen Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank führte, die mit der noch stolzeren Bayerischen Vereinsbank auf Druck der Politik fusionieren musste um nicht unterzugehen, was schlussendlich in der Preisgabe der Unabhängigkeit des fusionierten Gebildes endete. Noch desaströser war der Druck, den die Clinton-Regierung auf die Finanzwirtschaft ausübte, Hypotheken zu vergeben, damit jeder Amerikaner ein Eigenheim erwerben könne. Diese Politik wurde von der Bush-Administration weitergeführt, was im Ablauf der Ereignisse, die zur Finanzkrise 2008 führten, ein prominentes Glied darstellte. Mit Marktversagen sind wir Börsianer auch dann konfrontiert, wenn die Preisfindung an den Finanzmärkten nicht mit nachvollziehbaren Bewertungen in Einklang zu bringen sind. Wie angeblich jetzt, insbesondere in den USA. In meiner Gedankenwelt spielen Bewertungen nur eine Randerscheinung, weil sie sehr oft einer Meinung entspringen, etwas zu wissen, was die Bewerter nicht wissen können. So nutzen sie ihren grossen Ermessungsspielraum aus, der eine riesige Spreizung bei der Einschätzung zulässt, ob und gegebenenfalls wie teuer Aktien sind — oder auch nicht. In der Tat gibt es sehr gute Gründe, Notiz von Bewertungen zu nehmen, ihnen aber keine zentrale Bedeutung zu gewähren. Die Geschichte zeigt nämlich, dass als teuer eingeschätzte Märkte sehr viel teurer werden können bevor sie kippen, dass billige Märkte sehr viel billiger werden können, bevor sie wieder nach oben drehen, und sogar, dass teuer erscheinende Märkte, wie z.B. im März 2003, sich sehr rasch erholen können und erst aus der Retrospektive klar wird, dass sie nur deshalb als teuer erschienen, weil gewisse Entwicklungen im Blickfeld der Analysten gar nicht geraten waren. So z.B. jene, die ab März 2003 zu starkem Wachstum in Brasilien, Russland, Indien und China führte. Die Möglichkeiten mancher Industrien, wie z.B. der Stahlindustrie, die Preise zu erhöhen, wurden nicht erkannt. Das berühmte Kürzel BRIC wurde im Nachhinein zur Beschreibung einer Entwicklung

erfunden, die nur wenige erkannt hatten und durch ihr Handeln markttechnisch positive Divergenzen herbeiführten, die frühzeitig den Beginn einer Hausse erkennen liessen. Noch erstaunlicher mag das Phänomen sein, dass wenn Preise über längere Zeit allgemein akzeptierte Bewertungen hinter sich lassen, Gründe nachgeschoben werden, warum „dieses Mal“ bisherige Bewertungsmodelle keine Gültigkeit mehr haben sollen. So geschehen in der Technologie-, Medien- und Telekom-Blase von April 1998 bis März 2000 oder in der Blase der japanischen Börse 1988/89. Wenn auch jede „Blase“ Korruption und kriminelles Verhalten aufdeckt: Die allermeisten handelten in gutem Glauben und sehr wahrscheinlich mehr als Folge kognitiver Beschränkungen, wie sie von Kahneman und Tversky als erste aufgedeckt wurden, als aus blinder Irrationalität.

Bevor Bullenmärkte in Bärenmärkte übergehen, waren sie immer „teuer“, aber jedes Mal war das Verhältnis zwischen Preis und Wert unterschiedlich hoch. Die Art und Weise, wann „teuer“ als „zu teuer“ eingestuft wird und zu Verschiebungen in der Anlagepolitik führen, ist aber durch die ganze Geschichte der Börsen nachvollziehbar. Bevor teure Märkte durch Kursstürze billig wurden, traten immer einige markttechnische Erscheinungen auf, die vor einer Baisse warnten. Diese lagen immer in einer Heterogenisierung der Marktstruktur, welche darin bestand, dass sich hohes Momentum auf wenige Sektoren konzentrierte und daselbst so stark ausfiel, dass die breiten Indizes weiter anzogen, während die meisten Sektoren rückläufige Trends aufwiesen. Solches Geschehen war stets an verschiedenen Indikatoren erkennbar, darunter auch an scharfer Veränderung der Kapitalisierung der einzelnen Sektoren im MSCI Weltindex. Auf dieser Ebene ist derzeit das Gegenteil einer Zuspitzung des Optimismus in einzelnen Sektoren zu beobachten: Eine Rotation der Präferenzen zwischen den Sektoren die überaus schnell vonstattengeht. So war beispielweise der Sektor Healthcare von Juli 2016 bis Januar 2017 schwach im Verhältnis zum MSCI Weltindex, seither ist er stark. Genau das gleiche ist bei Consumer Staples zu beobachten gewesen: Schwach von Juli 2016 bis Januar 2017, seither legt der Sektor deutlich zum MSCI Welt zu. Ganz anders Energy: Der Sektor war von Januar 2016 bis Dezember 2016 sehr stark im Vergleich zum MSCI Welt, seither ist er sehr schwach. Materials ist ein weiterer Sektor, der von Februar 2016 bis Januar 2017 stark war, danach schwach. So kann man durch alle elf Sektoren hindurchgehend feststellen, dass immer wieder Gewinnmitnahmen in stark gewesenen Sektoren einsetzen und schwach gewesene Sektoren wieder aufholen. Das ist ein starker Hinweis auf risikobewusstes Verhalten – das pure Gegenteil entstehender „Brennpunkte“. Dass dabei Europa immer mehr in den Vordergrund des Interesses gerät, ist nicht nur an der relativen Stärke des DJ Stoxx 600 zum MSCI Welt und zum S&P 500 zu erkennen, sondern auch am Verhältnis zwischen steigenden und fallenden Aktien in den breiten Indizes der zwei Regionen. So haben beispielsweise in den USA in den letzten drei Monaten 236 der im S&P 500 enthaltenen Aktien Kursverluste zum Teil erheblichen Ausmasses eingefahren, während nur 111 der im DJ Stoxx Europe 600 inkludierten Aktien rückläufige Kurse aufwiesen. Die Marktbreite ist in Europa deutlich besser als in den USA. Dies kommt nicht nur

bei der direkten Gegenüberstellung der führenden Indizes der beiden Regionen zum Ausdruck, sondern auch in den Sektoren des MSCI Weltindexes. In jedem einzelnen Sektor liegt die Marktbreite in Europa weit vor jener in den USA. Auf aggregierter Ebene ist das Momentum der europäischen Aktien in den MSCI Sektoren höher als jene der US-Titel.

Ich sehe nach wie vor – wie wiederholt in verschiedenen Newslettern dargelegt – deutliche Hinweise für die Präferenz europäischer Aktien gegenüber jenen anderer Regionen. Rückschläge in den USA würden – so lässt es die Geschichte der Börsen vermuten – auch zu Rückschlägen in Europa führen. Das Thema ist aber nicht, ob Kurse jederzeit aufgrund irgendeiner überraschenden Nachricht zurückfallen können oder nicht, sondern das Thema ist, ob die Trends der einzelnen Regionen und Sektoren zu brechen drohen oder nicht. Dafür gibt es nach allen Indikationen, die die Märkte hergeben, (noch) keine Hinweise.

Unifinanz Trust reg.
Alfons Cortés
Geschäftsführender Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li

