

Invest

Börse in Phase der Kapitulation

Strategen, die die Psyche der Anleger studieren und an den Märkten Trends analysieren, sehen jetzt Chancen zum Einstieg. *Von Fredy Gilgen*

Einfache Antworten auf einfache Fragen. Das müsste von Fachleuten eigentlich nicht zu viel verlangt sein. Und die Anleger möchten von diesen hochbezahlten Experten seit Wochen eigentlich nur noch wenig wissen: Wann ist die Finanzkrise endlich ausgestanden, und wie schütze ich meine Anlagen in diesen turbulenten Zeiten am besten?

Doch auch hochdekorierte Ökonomen und Finanzmarkttheoretiker sind klare Antworten meist schuldig geblieben. Sogar Nobelpreisträger wie Robert Solow, Michael Spence und George A. Akerlof gaben sich an einer Tagung des Fondsunternehmens Pioneer Investments eher kleinlaut. «Das Standardmodell der Finanzmarkttheorie der vergangenen 20 bis 30 Jahre hat in der jetzigen Krise komplett versagt», sind sie sich einig.

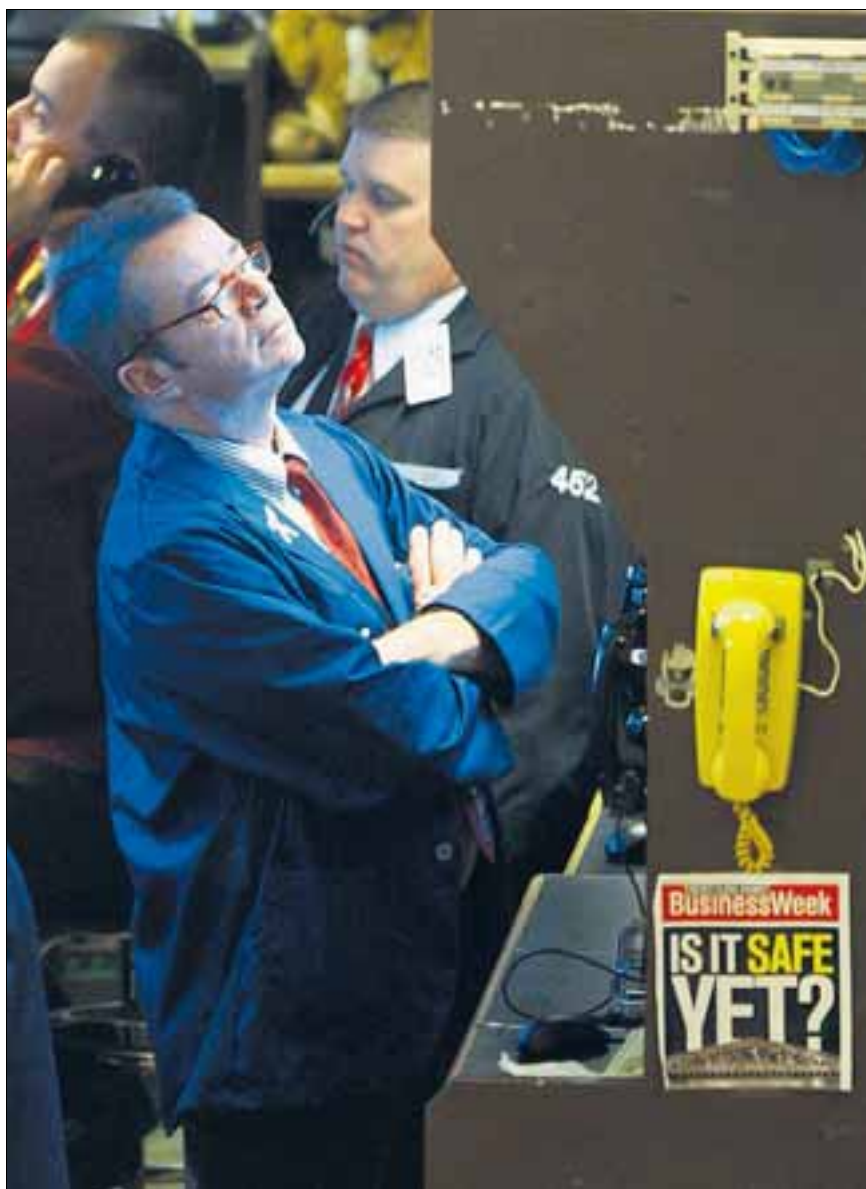
«Wenn sämtliche Anlageklassen miteinander korrelieren und der Airbag Diversifikation nicht mehr funktioniert, wenn es an den Märkten kracht, brauchen wir ein neues Modell», stellt Spence fest. Auch Akerlof hält die klassische Risikostreuung für überholt. Wenn alle Marktakteure das gleiche Modell benutzen und dann gleichzeitig aus den Märkten flüchten, kann das System nicht funktionieren. Die Irrationalität des Menschen müsse künftig weit stärker beachtet werden, ist er überzeugt.

Irrationalität beachten

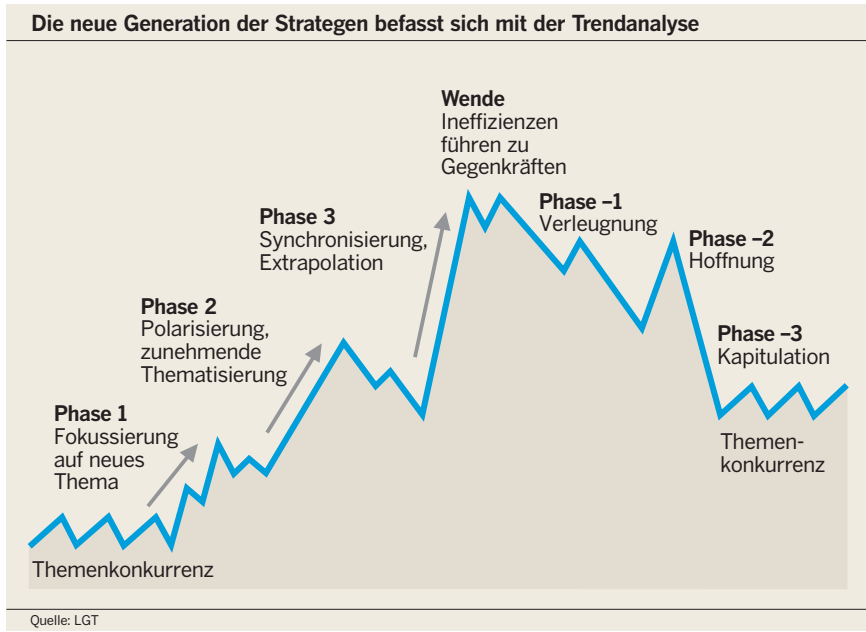
«Unbestreitbar: Die Finanzmarktkrise ist auch eine Krise der klassischen Finanzmarkttheorie und ihrer Lehrer», sagt Volker Hergert, Anlagestrategie der Liechtensteiner LGT Capital Management. Diese Professoren hätten ihre Studenten mit einer falschen Theorie vollständig informierter, rationaler Anleger in perfekten Märkten in die Praxis entlassen. Und dort hätten sie sich – blind für menschliche Verhaltensweisen und die Komplexität der Märkte – auf ausgeklügelte mathematische Modelle abgestützt, die das Marktgeschehen allerdings nur unvollständig wiedergeben.

Hergert zählt zu jener Gruppe von Ökonomen, die deshalb einen theoretischen Neuaufbau für nötig halten. Diese basiere auf der Verhaltensökonomie (Behavioral Finance) und der Marktpsychologie. Zur neuen Generation von Ökonomen, die Erkenntnisse aus der Biologie und Psychologie in ihre Finanzmarktforschung einfließen lassen, gehört zum Beispiel der Zürcher Professor Thorsten Hens.

Wie für die klassischen Ökonomen ist für Hergert klar: «Wir können die Entwicklungen an den Finanzmärkten prinzipiell nicht prognostizieren. Solche Voraussagen hinken der Realität schlicht immer hinterher.» Doch das



Der Börsenhändler an der Wall Street sieht nur einen Trend – abwärts. (Reuters)



Quelle: LGT

bedeute keinesfalls, dass man Anlageentscheidungen einfach dem Zufall überlassen müsse. Für den LGT-Anlagestrategen liegt der Schlüssel in der Beobachtung der Märkte und vor allem der Marktteilnehmer: «Beobachte die Beobachter, muss die neue Devise lauten.» Denn Trends an den Finanzmärkten seien keine Zufallsprodukte, sondern entstehen systematisch. Und die Einflussfaktoren dieser Trends könnten gut beobachtet werden. Die richtige Interpretation dieser Einflussfaktoren ist für Hergert die Basis für überdurchschnittlich gute Anlageentscheidungen.

Am besten gelingt diese Interpretation durch eine Kombination quantitativer und qualitativer Methoden. Rein rechnerisch kann beispielsweise festgestellt werden, ob überhaupt ein Trend besteht und welche Charakteristiken dieser aufweist oder wie stark das Gros der Anleger bereits auf diesen Trend aufgesprungen ist. Auf qualitative Methoden abstützen muss man sich, um festzustellen, welche Themen einen Trend treiben. Typischerweise wird ein neuer Trend am Anfang grösstenteils bestritten, dann zögerlich akzeptiert, schliesslich euphorisch und breit gefeiert. Auf den Höhepunkt der Euphorie folgt eine Übergangphase. Zunächst wird einfach abgestritten, dass der Trend zu Ende sei, Hoffnung auf einen Wiederaufschwung macht sich breit, bevor es schliesslich zur Kapitulation kommt (siehe Grafik).

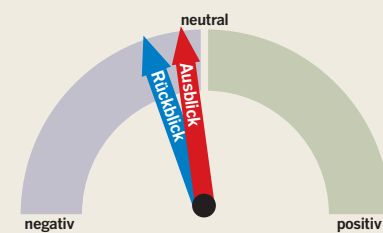
Resignation der Anleger

Für Hergert ist klar: Zurzeit befindet sich der Markt exakt in einer solchen Phase der Kapitulation: «Bei den meisten Anlegern herrscht Resignation, die Stimmung ist am Boden, und der Markt antizipiert bereits Aktienbewertungen, die weit unter dem historischen Durchschnitt liegen.» Damit seien die Voraussetzungen für eine baldige Bodenbildung gut.

Noch nicht klar sei hingegen, ob nun ein Rezessions-, ein Depressions- oder eine neues Hausse-Szenario folgen werde. Im Moment deutet vieles auf eine schwere Rezession hin. Sollte sich dies bestätigen, wäre nach Hergert eine aktive antizyklische Anlagepolitik der Schlüssel zum Erfolg. «Mit einem längeren Zeithorizont übersteigen die Chancen an den Aktienmärkten die Risiken bereits klar», ist er überzeugt. Branchenmässig die besten Aussichten bestehen für finanziell solide Energie-, Minen-, Versorgungs- und Telekommunikationstitel. Weiterhin Hände weg, heisse es dagegen für Finanz- und Chemiewerte.

Völlig neu positionieren müsste man sich allerdings, wenn doch noch das Thema Depression in den Vordergrund treten würde.

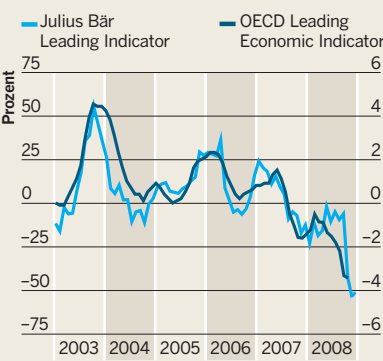
Börsenkompass



Die Weihnachtswache brachte an den Börsen die erhoffte Verschönerung. Trotz Neujahr rechnet die Börse in den nächsten Wochen nicht mit einem grossen Kurs-Feuerwerk.

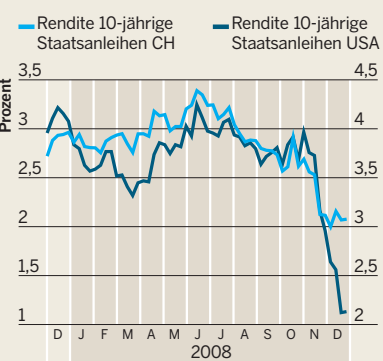
NZZaS

Konjunktur



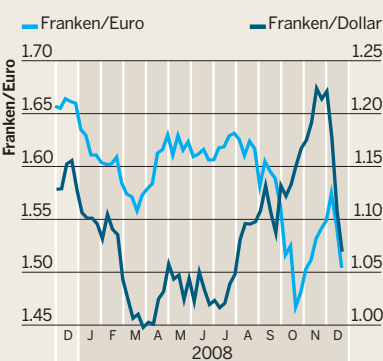
Quelle: Julius Bär

Zinsen



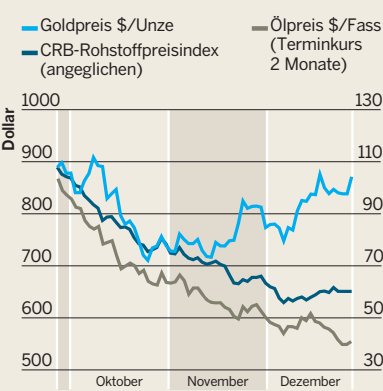
Quelle: Thomson Reuters

Devisen



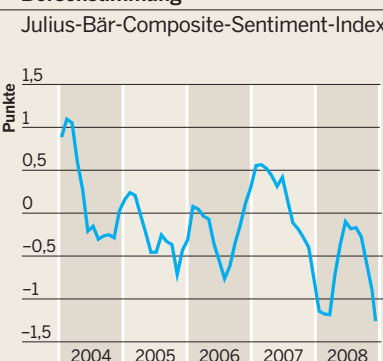
Quelle: Thomson Reuters

Rohstoffe, Öl, Gold



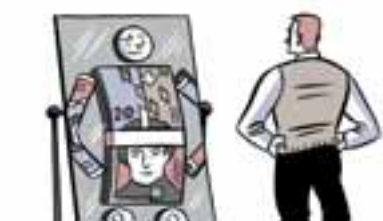
Quelle: Thomson Reuters

Börsenstimmung



Quelle: Julius Bär

Misstrauen Sie Ihrem Bankberater



Geldspiegel
Markus Städeli

Bankberater sind nicht die schlechteren Menschen als Ärzte oder Rechtsanwälte. Aber ihre Lohnanreize kommen einer guten Beratung oft in die Quere. Auf gut Deutsch: Die Berater schwatzen den Kunden in der Regel jene Anlageprodukte auf, an denen die Banken am meisten verdienen. Das zeigt sich ein-

mal mehr im Falle des «Hedge-Funds» des Milliarden-Betrügers Bernard Madoff. Die New Yorker Firma Fairfield Greenwich hat Anleger rund um den Erdball in das System Madoff gelotst – auch in der Schweiz.

7,3 Mrd. \$ schwer war der Madoff-Subfonds von Fairfield. Für ihre Vermittlertätigkeit soll die Firma laut der «International Herald Tribune» mehr als 500 Mio. \$ Gebühren kassiert haben. Unter diesem Gesichtspunkt ist es keine Überraschung, hat Fairfield nichts von den Betrügereien Madoffs mitbekommen. Wer so gut am Verkauf eines Produkts verdient, stellt keine kritischen Fragen.

Die Banken müssen sich zudem den Vorwurf gefallen lassen, ihren Kunden strukturierte Produkte der gescheiterten Bank Lehman Brothers verkauft zu haben – und zwar selbst zu einem Zeitpunkt, zu dem längst Zweifel angebracht gewesen wären. Schon Wo-

chen bevor Lehman Brothers gegen die Wand gefahren ist, haben sogenannte Credit Default Swaps – eine Art Kreditversicherung – angezeigt, dass es um Lehman schlecht steht.

Madoff und Lehman Brothers sind leider nur die Spitze des Eisbergs. Die täglichen Interessenkonflikte in der Vermögensberatung sind weit weniger spektakulär, weil kein Totalverlust erfolgt. Doch das Grundübel ist dasselbe: Banken verkaufen jene Produkte am liebsten, an denen sie in Form von sogenannten Retrozessionen besonders viel mitverdienen. Oder sie füllen die Depots ihrer Kunden direkt mit teuren Anlagefonds der Marke Eigenbau ab. Dabei gäbe es mit Produkten, die kostengünstig einen Aktienindex abbilden, gute Alternativen.

Doch die Bankkunden tragen eine Mitverantwortung für die schlechte Beratung. Sie fragen sich viel zu selten, wie ihre Hausbank auf jene phä-

nomenale Eigenkapitalrendite von 25% kommt und wieso ihr «Berater» einen Maserati fährt.

Vermögensverwalter hingegen, die für ihre Arbeit einen Stundenansatz verrechnen, haben es am Markt schwer. Dies, obwohl sie ihren Kunden die Retrozessionen, die sie von Produktanbietern bekommen, offenlegen und zurückerstatten. Auch sehr vermögende Menschen sind in der Regel nicht bereit, ihre Vermögensverwalter für eine seriöse Beratung zu bezahlen. Obwohl dieselben Personen den Hausarzt oder den Rechtsanwalt ohne weiteres für ihren Zeitaufwand entschädigen. Investoren, die nicht bereit sind, ihren Vermögensverwalter für seine Beratung zu honorieren, sollten ihm ein gesundes Misstrauen entgegenbringen – wie sie das etwa auch beim Autoocasionshändler tun. Krawattenträger sind nicht a priori vertrauenswürdiger.