

*Newsletter April 2020*

## Das Ende der Panik

**Der heutige Newsletter stellt eine Ausnahme dar: Der Text ist bereits erschienen, und zwar am 2. April in *The Market* ([www.themarket.ch](http://www.themarket.ch)). Dieses Portal veröffentlicht alle 14 Tage einen Meinungsbeitrag aus meiner Feder. An der Börse gibt es so viele Themen, dass ich spielend darauf achten kann, dass in keiner meiner Veröffentlichungen das gleiche Thema zwei Mal behandelt wird. Die heutige Ausnahme ist damit begründet, dass wir alle mit einem Mega-Ereignis konfrontiert sind dessen Hauptmerkmal darin besteht, dass es nichts gibt, was das Festnageln bestimmter Eckwerte, aus welcher eine Orientierung abgeleitet werden kann, ermöglicht. Allerdings ist es nicht das erste Mal, dass die Börsen sich in einer solchen Situation befinden. In ihrer Geschichte gibt es durchaus Analogien zur Gegenwart.**

In der NZZ vom 27. März erschien unter dem Titel "Finanzmärkte reagieren wie Sandhaufen" ein sehr gut recherchierter Artikel von Patrick Herger. Darin befasst sich der Autor mit komplexen Systemen, beleuchtet insbesondere eine Arbeit von Per Bak und zieht die richtigen Schlüsse – mit Einschränkungen. Und auf diese möchte ich eintreten weil sie von eminentem praktischem Wert sind.

Die Einsichten aus der Systemtheorie nicht nur von Per Bak, sondern auch von Zeitgenossen wie Professor Didier Sornette, sind sehr wichtig für die Erkennung von in breiten Indizes wie den S&P erreichte Kursspitzen, die einhergehen mit einer endogenen Struktur, welche den Markt für exogene Schocks öffnet. Banale Nachrichten können einen Kurssturz verursachen, dessen Ausmass in keinem Verhältnis zur Nachrichtenlage steht und nicht berechenbar ist. Herger schreibt auch, dass Finanzmärkte zu einer besonderen Kategorie von komplexen Systemen gehören, und führt an: "Diese Systeme zeichnen sich dadurch aus, dass sie sich auf einen Zustand hin entwickeln, bei dem Ereignisse, die sonst unabhängig voneinander sind, plötzlich korreliert sein können." Andere haben für Systeme, die diesen Zustand erreicht haben, die Metapher verwendet, ein Strohalm könne den Rücken des Kamels brechen, und wieder andere sprechen vom Flügel Schlag eines Schmetterlings über dem Amazonas der einen Sturm in New York auslöse.

Nun die Einschränkungen:

1. Mit Hilfe von Physikern vorgestellte Konzepte haben in diesem Jahrhundert sowohl die Tops des S&P 500 vom Jahre 2000 als auch 2007 erkennen lassen. Als es jedoch darum ging, die Einstiegsig-

nale einfacher markttechnischer Ansätze im März 2003 und im März 2009 zu erkennen und umzusetzen, scheinen sie versagt zu haben. Jedenfalls haben sich ihre Protagonisten damals nicht zu Wort gemeldet. Das liegt meines Erachtens daran, dass, wie erfahrene Praktiker wissen, sich Marktteilnehmer in Tops und was nach Abbruch solcher Tops entwickelt ganz anders verhalten als in Bodenbildungen und danach. Die nächsten zwei Beispiele zeigen, was ich meine: Zum Ausgleich des Bärenmarktes im S&P 500 von August 2000 bis März 2003 brauchte besagter Index 50 Monate. Zum Aufwiegen der Baisse von Oktober 2007 bis März 2009 vergingen 48 Monate. Mit anderen Worten: Das Abwärtsmomentum ist jeweils höher als das Aufwärtsmomentum, ausser wenn spekulative Blasen entstehen. Das Aufwärtsmomentum dauert jedoch in aller Regel in funktionierenden marktwirtschaftlichen Systemen viele Jahre länger als das Abwärtsmomentum.

2. Der Ansatz von Per Bak et al differenziert nicht. Der Ansatz geht nur von der Makroebene aus. Dass die Mikroebene keinen Erkenntnisgewinn bringt, ist klar. Der Erkenntnisgewinn kommt aber von der Meso-Ebene. Die Differenzierung ist entscheidend, weil Sektoren sich sehr oft über Monate einem Bärenmarkt entziehen können. Das trifft einigermassen auch auf grössere Korrekturen zu. So betrug der Rückschlag seit Jahresbeginn 18.7% für den S&P 500 und 20.7% für den MSCI Welt, denen Rückschläge gegenüber stehen für MSCI Information Technology von 11.6% und MSCI Healthcare von knapp 10.9% und für den DJ US Software von lediglich 2.7%. Mit anderen Worten: Sektoren, die dem Narrativ folgen, seit Mitte 2007 jenem der Schumpeter'schen schöpferischen Zerstörung, haben deutlich weniger verloren als die breiten Indizes, und dies nachdem sie seit Mitte 2007 vielmehr zugelegt haben als alle anderen Sektoren.

## Worum es geht

Aus meiner Sicht ist für den langfristigen Erfolg an der Börse – und das heisst für zehn Jahre und mehr – folgendes das wichtigste:

1. Überhaupt einzusteigen, insbesondere an Brennpunkten wie im März 2003 und im März 2009, worauf damals etliche Kolumnen von mir hingewiesen haben. Ansätze, die nur den Ausstieg signalisieren, aber zum Einstieg nichts zu sagen haben, sind für sich alleine wenig hilfreich.
2. Erst aussteigen, wenn ein Bärenmarkt begonnen hat, weil sonst die lukrativsten Phasen, die als spekulative Blasen bekannt sind, verpasst werden.
3. Korrekturen, die stets gut und gerne 20% bis 30% kosten können, von Bärenmärkten zu unterscheiden. Schockartige Korrekturen können sehr rasch wieder einen grossen Teil der Verluste aufholen und innert Monaten können sich die Trends, die vor der Korrektur bestanden, fortsetzen.
4. Es geht nicht nur um die praktische Arbeit mit den Erkenntnissen aus der Systemtheorie, sondern es geht auch darum, wichtige Erkenntnisse aus Behavioral Finance zu nutzen. Dazu gehört in aller

erster Linie der ganze Fundus zum Thema Narrative, in hervorragender Tiefe recherchiert von Professor und Nobelpreisträger Robert Shiller.

## **Ist diesmal alles anders?**

Als Antwort würde ich sagen: Für mich, ja, ein pandemisches Ereignis wie das aktuelle habe ich in meinen 49 Börsenjahren nicht erlebt.

Abstrahiert man von der Pandemie auf das Wesentliche, nämlich die Unmöglichkeit des Festnagelns bestimmter Eckwerte, so gibt es in der Geschichte der Börsen durchaus Analogien. Diese hat Barton Biggs, der von 1996 bis 2003 von den Lesern des Magazins Institutional Investor zum "Top Global Strategist" gewählt wurde, in seinem 2007 erschienenen Buch "Wealth, War and Wisdom" in ganz hervorragender Weise beginnend mit dem Jahr 1929 aufgearbeitet. Daraus kann man entnehmen, dass die untersuchten Märkte mit ganz wenigen Ausnahmen, wie zum Beispiel der französischen Börse, in dunkelsten Zeiten des Kriegsgeschehens wie Phönix aus der Asche aus Tiefstmarken aufgestanden und günstigere Entwicklungen des Krieges mit deutlichen Kursavancen vorweggenommen haben. Auf Seite 332 des 333 seitigen Buches, in welchem er das Verhalten von unbebautem Land, Immobilien, Gold, Obligationen und Aktien in Krisen, die bei weitem noch erschreckender und verheerender waren als diese Pandemie untersucht hatte, kommt er zum Schluss: " In my considered but not necessarily correct opinion, a family or individual should have 75% of its wealth in equity investments."

## **So schätze ich die Lage ein**

Aus meiner Sicht ist die Panikphase am 23. März zu Ende gegangen. Was jetzt folgt, bezeichnen die legendären Markttechniker Harry Laubscher, Justin Mamis und Alan Shaw als "backing and filling". Das ist ein Geschehen, das gekennzeichnet wird durch Kurssprünge in beide Richtungen von Tag zu Tag ohne dass sich von Woche zu Woche noch allzu viel bewegt. Das ist der Ansatz einer Bodenbildung, aus welcher sich wahrscheinlich Kurserholungen zu einem etwas späteren Zeitpunkt einsetzen. Diese dürften vorübergehend besonders gebeutelte Sektoren und Industrien begünstigen. Auf mittlere Frist werden Information Technology und Healthcare die herausragenden Sektoren bleiben. Wichtig bleibt zu beobachten, wie sich Kurse zu Nachrichten verhalten. Eher positiv wäre, wenn sich Konjunkturprognosen verdüstern würden und gleichzeitig die Kurse nur ganz kurz darauf mit Rückschlägen reagieren würden, um sich danach gleich wieder zu erholen. Das wäre das Signal, dass man Auguren nicht wirklich Glauben schenkt. Auch dazu hat Barton Biggs etwas zu sagen. Mit Rückgriff auf Isaiah Berlin unterscheidet er zwischen Igel und Füchsen. Igel wissen viel über wenig, Füchse wenig über viel. Anleger müssen Füchse sein, nicht Igel. Man soll sich mit der Wissenschaft beschäftigen. Wissenschaft ist reduktionistisch. Wir Anleger müssen uns bücken, die reduzierten

Einzelteile aufheben und das, was zusammenpasst, zu einem kongruenten Bild zusammenfügen – zu einem Narrativ. So ähnlich sieht es auch Robert Hagstrom in seinem ausgezeichneten Buch "Investing. The Last Liberal Art", in welchem er sich für ein Netzwerk aus mehreren Disziplinen stark macht. Äusserst lesenswert!

Unifinanz Trust reg.  
Alfons Cortés  
Senior Partner

## Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer  
Dienstleistungspalette auf  
[www.unifinanz.li](http://www.unifinanz.li)

