

# Die Markttechnik

Mag. Anton Saga



Ich hoffe, dass Sie meinen Beitrag letzten Blog zum Thema „Die Krise verstehen“ lesen konnten, in dem ich mein ökonomisches Verständnis der Krise dargelegt habe. Ich verstehe Krisen als Korrekturen, und Voraussetzung für eine ökonomische Krise ist daher stets ein Korrekturbedarf. Ich meine, dass es schon zumindest seit 2008 latente ökonomische Verzerrungen gewaltigen Ausmaßes gibt, und für mich ist die aktuelle Krise daher die neuerliche Manifestation der latent schon seit Jahren existenten Marktkräfte, die gegen diese ökonomischen Verzerrungen gerichtet sind: Wettbewerbsunterschiede zwischen Nord- und Südeuropa, enorme Staatsverschuldungen, manipulatives Außerkraftsetzen der Funktion des Zinses durch die Notenbanken (Inflationsabgeltung, Risikovergütung).

Insbesondere sehe ich große Gefahren, die von einem angeschlagenes Geldsystem ausgehen. Das italienische Bankensystem hat faule Kredite im Ausmaß von 11% des BIP in den Bilanzen. Das gesamte europäische Bankensystem hat in den letzten Jahren markant an Profitabilität eingebüßt und ist daher aus meiner Sicht nicht stabil und wetterfest. Durch das Herunterfahren der Wirtschaft drohen viele Pleiten, die das Eigenkapital der Banken erneut hinwegraffen könnten, wenn die Staaten die betroffenen Unternehmen nicht retten. Wie lange werden die Notenbanken es schaffen, Staaten und Banken so viel Geld zur Verfügung zu stellen, dass neuerliche Zusammenbrüche von Banken und Staaten verhindert werden und Rezessionen beseitigt werden können? Ist die von der EZB ins System gepumpte Liquidität eine Medizin, die auch in Zukunft immer wirkt? Oder hinterlässt jede mit diesen Medikamenten überwundene Krise nur Verzerrungen noch größeren Ausmaßes? Wird das Vertrauen der Europäer in den Euro weiterhin stabil bleiben? Besteht die Gefahr eines Inflationsschubes? Sicher ist nur, dass wir eine Phase mit enorm gestiegenem Grad der Unsicherheit (Risiko) durchleben.

Ein wichtiger Teil des ökonomischen Systems sind die Aktienbörsen. Auslöser der jüngsten Korrektur war auch hier der Corona-Schock, und offenbar ergibt sich auch hier ein ziemlicher Korrekturbedarf, wenn die Marktteilnehmer von positiver Betrachtung umschalten und plötzlich alles negativ sehen (wollen). Die Börse ist für mich also nichts anderes als eine Institution, die stets versucht, einen Näherungswert dafür zu finden, wieviel die gelisteten Unternehmen wert sind: Aktienkurs x Anzahl der Aktien = Marktkapitalisierung. Diese Marktkapitalisierung ist der durch die Börse ermittelte Wert des Unternehmens. Die Marktteilnehmer sind jedoch Menschen, die Emotionen unterworfen sind. Nun hatten wir jahrelang eine überwiegend positive Einstellung der Marktteilnehmer zu den ökonomischen Rahmenbedingungen und zu den Ertragspotentialen der gelisteten Firmen. Das hat sich schlagartig ins Gegenteil verkehrt. Die berühmten Computerprogramme, die riesige Transaktionen ganz ohne Zutun von Menschen auslösen können, sind auch nichts anderes als vorgefertigte Entscheidungsmuster, die nach vernunftgemäßem Ermessen der programmierenden Personen gewisse Parameter dafür festlegen, wann von Kauf auf Verkauf „umgeschaltet“ wird. Ob die Stimmungswchsel der Marktteilnehmer oder die Entscheidungsmuster der Trading-Programme rational sind, lassen wir vorerst einmal dahingestellt.

Bleiben wir aber zunächst auf der fundamentalen Ebene. Die Rahmenbedingungen haben sich tatsächlich dramatisch geändert, denn auf der ganzen Welt werden Unternehmen heruntergefahren, die Wirtschaft wird in eine empfindliche Rezession münden. Die Ertragspotentialen der gelisteten Unternehmen waren und sind wohl neu zu bewerten bzw. zu korrigieren, und dieser Prozess ist vielleicht noch längere Zeit nicht abgeschlossen. Zudem gibt es den enormen volkswirtschaftlichen

Korrekturbedarf, der im Beitrag „die Krise verstehen“ erläutert wurde. Alles noch rational soweit, könnte man sagen.

Doch nun kommen wir zur Unsicherheit. Wie dramatisch wird die Rezession ausfallen, welche Wirtschaftszweige und Unternehmen werden besonders leiden? Wie lange wird diese Krise dauern, und wie schwer werden die Lasten sein, die sie dem System Wirtschaft aufbürden. Werden die schwachen Länder und deren Banken diese Krise überstehen? Oder setzt die geringe werdende Rentabilität der Banken der Rettung Grenzen. Ist die Allmacht der EZB tatsächlich so unbegrenzt, wie wir bisher angenommen haben und sind die Probleme tatsächlich durch Liquiditätszufuhr und Marktverzerrung (Nullzinspolitik) lösbar? Falls es für diese Krise noch reicht: wie lange vertrauen die Europäer noch auf den Euro? Steht nicht schon wieder ein Bruch „schwache Länder/starke Länder“ bevor? Hat der Euro in seiner aktuellen Form wirklich zeitlich unbegrenzt Bestand? Werden Staaten zu Notlösungen wie etwa zu Teilverstaatlichungen von Kontoguthaben greifen (müssen)?

Wir alle wissen es nicht. Auch die Analysten (ich war einer) und Wirtschaftsforscher können diese Fragen heute unmöglich beantworten. Und abseits aller Dogmen, also jener Themen, die man offiziell aus Gründen der Staatsräson nicht ansprechen darf (z.B. Vertrauen in den Euro, Allmacht der Notenbanken), wird wohl jeder nachdenkende Mensch zugeben, dass nichts gesichert ist. Umbrüche passieren ganz unabhängig davon, ob man gewisse Dinge beim Namen nennen darf oder nicht. Wer heute vom Mainstream als bunter Hund ins Abseits gestellt wird, kann morgen schon als Vordenker gelten. **Wenn wir kognitiv akzeptieren und anerkennen, dass wir die oben gestellten Fragen ex ante nicht exakt oder gar nicht beantwortet werden können, weil Unsicherheit über die Zukunft herrscht, dann sind wir schon einen entscheidenden Schritt weiter.**

**Wir können nämlich den Schluss ziehen, dass wir mit heutigem Stand des Wissens nicht annähernd rational begründet sagen können, auf welches Niveau sich die Gewinnaussichten der börselisteten Unternehmen zurückziehen werden.** Bis auf welches Niveau sollen die Aktienindizes daher fallen? Und wie wird das gesamte ökonomische Umfeld nach der Krise aussehen? Wird sie Aktien weiterhin begünstigen (Nullzinspolitik) oder wird der Zins sich im Rahmen dieser oder einer folgenden Korrektur wieder durchsetzen? Wieviele Unternehmen, Banken und/oder Staaten würden im Rahmen einer solchen Korrektur zusammenbrechen? Müssen wir vielleicht sogar mit Veränderungen im (Geld)System rechnen?

Wenn ich vor dem Hintergrund all dieser Fragen ehrlich beantworten muss, ob die Aktienmärkte nun noch weiter fallen müssen oder ob ev. schon der Boden erreicht ist, muss ich passen. Ich weiß es nicht. Und ich bin überzeugt: niemand weiß es. All jene, die im Gegensatz zu mir – aufgrund welcher Überlegungen immer – zu einer Überzeugung kommen, wissen es auch nicht. Ihre Überzeugung ist mit der gleichen Unsicherheit behaftet. Deren Chance, von der künftigen Entwicklung falsifiziert zu werden, führt exakt zum selben Ergebnis wie die von mir offen geäußerte Unwissenheit. Überzeugte Marktteilnehmer haben keine bessere Erfolgswahrscheinlichkeit als unwissende. Ich will den Beweis führen: zigtausende, über den Globus verteilte, professionelle Marktteilnehmer wie etwa Fondsmanager haben die Möglichkeit, ja das Ziel, ihre Überzeugungen in Strategien zu verpacken, um besser zu performen als der Marktdurchschnitt (das sind die Aktienindizes). Ihr Ziel ist es überwiegend, die besten Aktien zu finden und die richtigen Zeitpunkte zum Aus- und Einstieg in diese Aktien zu finden. Dazu setzen sie vielfach auch auf hochkomplexe Computermodelle, in die eine Unzahl von Daten einfließt. Sie können sich sogar mit großen Teilen ihres Portfolios aus dem Aktienmarkt verabschieden, in Cash gehen und zuwarten bis die Kurse so sehr am Boden sind, dass sie wieder einsteigen wollen. Ein Vorteil? Alles nur eine Frage der richtigen Zeitpunkte?

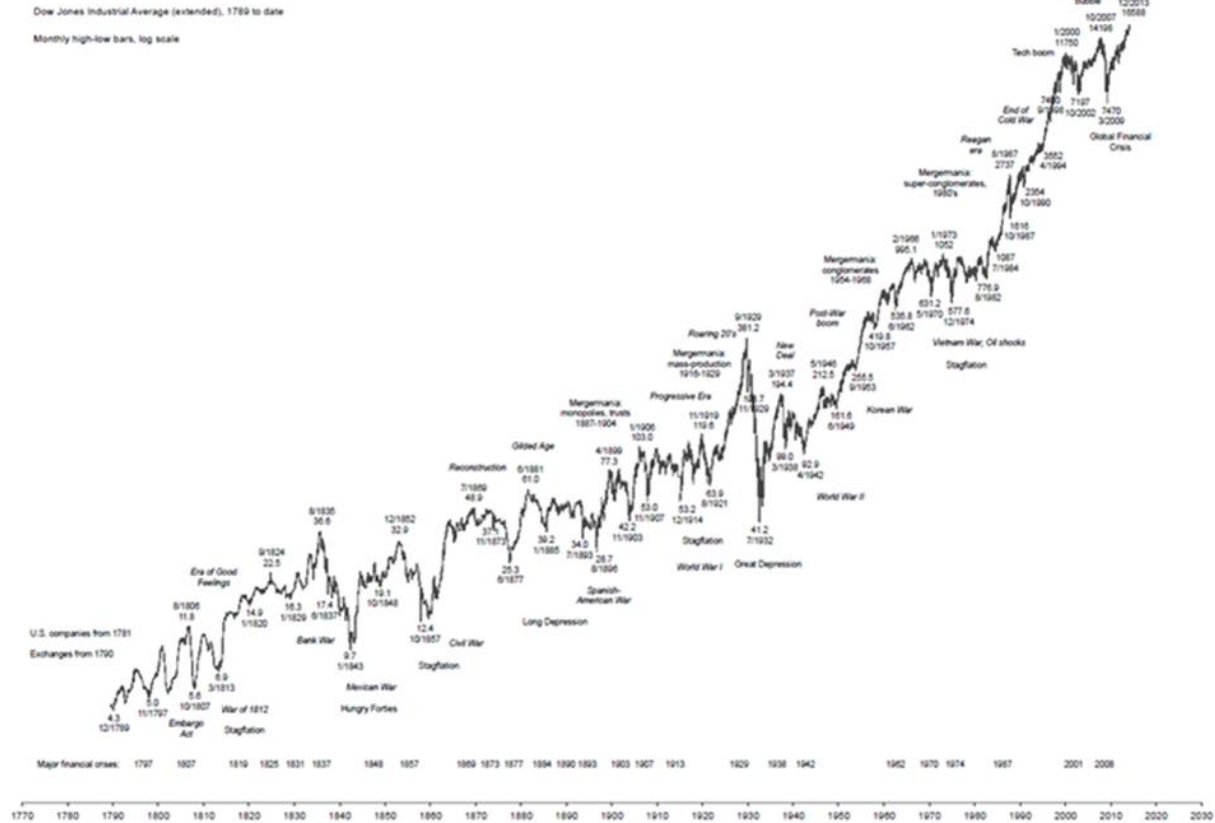
Mein Vorschlag: lesen wir doch den Erfolg dieser Bestrebungen oder Strategien an empirischen Daten ab. Die sind unbestechlich und lassen auch keine Unsicherheit aufkommen.

Report 1: Percentage of European Equity Funds Outperformed by Benchmarks					
FUND CATEGORY	COMPARISON INDEX	ONE-YEAR	THREE-YEAR	FIVE-YEAR	TEN-YEAR
<b>EURO-DENOMINATED FUNDS (EUR)</b>					
Europe Equity	S&P Europe 350	58.83	62.82	74.30	87.03
Eurozone Equity	S&P Eurozone BMI	82.97	81.72	89.45	89.71
Nordic Equity	S&P Nordic BMI	75.00	83.33	86.67	89.88
Global Equity	S&P Global 1200	82.08	92.11	95.71	98.93
Emerging Markets Equity	S&P/IFCI	80.82	87.23	93.13	93.77
U.S. Equity	S&P 500	70.43	89.62	92.06	97.76

Die Ergebnisse sind ernüchternd. Je länger der Beobachtungszeitraum dauert, desto weniger Fondsmanagern gelingt es in Europa, im Segment Aktien Global an den Index überhaupt heranzukommen. Im Gegenteil: 99% werden von den Indizes outperformt! Salopp ausgedrückt sind also Fondsmanager nicht gerade erfolgreich im Einsatz all ihrer Instrumente wie Trading, Timing und Programmhandel, die einem Index niemals zur Verfügung stehen. Dieser ist starr, kann keine Aktien austauschen sich definitiongemäß auch nicht temporär in Cash flüchten. **Das Ergebnis dieser empirischen Beweisführung ist, dass es eben nicht rational ist (!), den Aktienmarkt mit irgendwelchen persönlichen Überzeugungen oder Strategien outperformen zu wollen.** Zugegeben, viele, die es versucht haben, haben damit temporär Erfolg. Meine Überzeugung: Ihr Erfolg ist zufällig, und je mehr Stichproben (Jahresergebnisse) es zu ihrer Messung gibt, desto eindeutiger wird das Ergebnis zugunsten der Indizes. In meinen 34 Jahren im Aktienmarkt habe ich exakt diese Erfahrung auch am eigenen Leib machen dürfen (müssen). Verstehen Sie nun meine Überzeugung, dass der ohnehin unbestechlichen Empirie unbedingt zu folgen ist?

Bleiben wir bei empirischen Betrachtungen und sehen wir uns den Dow Jones über einen Zeitraum von 1790 bis heute an. Dass der letzte Aufschwung nicht mehr vollständig abgebildet ist, ist für unsere Zwecke unerheblich. Wichtig ist, dass es sich um einen sog. logarithmischen Chart handelt. Es werden also nicht die erreichten oder verlorenen Indexpunkte abgebildet, denn in diesem Fall würde man aufgrund der geringen Punkteanzahl in den 30er Jahren des vorigen Jahrhunderts kaum etwas vom Jahrhundertcrash sehen. Logarithmische Charts sind solche, bei denen z.B. 30prozentige Aufschwünge immer mit der gleich ausgeprägten Bewegung nach oben angezeigt werden, egal von welchem Punktstand aus sie ihren Lauf nehmen, somit egal ob sie in diesem oder im vergangenen Jahrhundert stattgefunden haben. Werfen Sie nun einen Blick auf die Finanzkrise ab 2008 (die den Dow Jones um mehr 50% zurückgeworfen hat) , dann können Sie ermessen, wie dramatisch der Rückschlag in den 30er Jahren war.

## Stock Prices



**Empirische Daten sagen uns also, dass der Aktienmarkt langfristig einen klaren und eindeutigen Aufwärtstrend beschreibt.** Dieser Aufwärtstrend (Charttechniker würden sagen: Trendkanal) ist langfristig über deutlich mehr als zwei Jahrhunderte ungebrochen. Man könnte also, ohne allzu philosophisch zu werden, sagen, dass der Fortbestand dieses Langfristtrends als empirisch gesichert gilt. Ein Bruch dieses Trends wäre wohl gleichbedeutend mit einer Abkehr von unserem kapitalistischen Wirtschaftssystem. Ob die aktuelle Krise die Macht in sich birgt, das gesamte ökonomische System auszuhebeln, darf allerdings bezweifelt werden. Schließlich stand die Menschheit auch im Zuge der Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren des vorigen Jahrhunderts und im Zuge der Weltkriege vor Elementarereignissen, die man in dieser Form zuvor noch nicht gekannt hatte. Wenn wir hoffnungsvoll davon ausgehen können, dass die Menschheit durch das Virus (und ev. folgende Mutationen) nicht existenziell betroffen sein wird, dann sehe ich persönlich eher eine zunehmende Hinwendung zu einer immer stärker ökologisch-sozial geprägten Wirtschaftsform, nicht aber das Kippen des gesamten Systems als wahrscheinlich an.

Und der bereits geführte empirische Beleg, dass traditionelles Management von Aktienportfolios (Strategien, Trading, Timing etc.) dem Index unterlegen ist, wird hier nochmals unterstützt. Hand aufs Herz: wer kann aus der Perspektive des obigen Charts wirklich für sich in Anspruch nehmen, das Timing so zu erwischen, dass auf lange Sicht bessere Ergebnisse erzielt werden als der Markt, also der Index? Ich habe es als Fondsmanager in den 80er Jahren versucht, mit fast einer Mrd. Schilling. Das Ergebnis dieser Bemühungen ist nicht schwer zu erraten....!

**Wir setzen der Unsicherheit (dem Risiko) also den Faktor Zeit entgegen. Wenn wir Aktienportfolios bilden oder über solche bereits verfügen, die den Markt annähernd abbilden, und dieses Ziel ist mit der Auswahl von 30 bis 50 Einzelaktien erreicht, dann werden wir langfristig gesehen empirisch gesichert zu den Gewinnern zählen. Voraussetzung dafür ist eine sog. Buy & Hold-Strategie. Das Wesen einer solchen Strategie besteht darin, erworbene Aktien über lange Zeitspannen zu behalten und sie gerade in der Krise niemals zu verkaufen. Bedingung dafür ist wiederum, dass man durch das Investment in Aktien auch in der Krise niemals in finanzielle Bedrängnis gerät. Es ist**

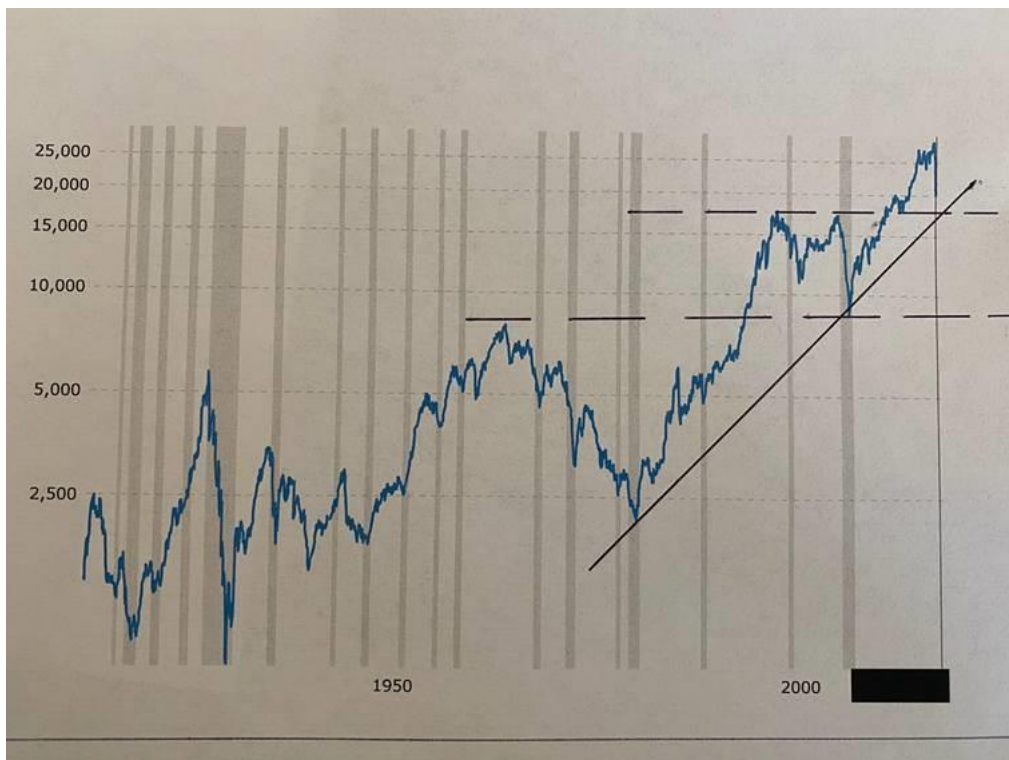
daher (siehe Haftungsausschluss gleich unten) im Vorhinein sehr gut zu überlegen, wieviel Kapital man in Aktien investiert. Es sollte nur so viel sein, dass man nie – und speziell in der Krise nicht – einem Zwang unterworfen ist, sie verkaufen zu müssen (Risikotragfähigkeit). Zudem muss man auch eine dicke Haut mitbringen (Risikobereitschaft), um bei Verlusten von 50% oder mehr noch immer ruhig dazusitzen und nicht an einen Verkauf zu denken. Der nächste Höchststand kommt, wenn wir uns auf die Empirie verlassen können.

**Achtung: diese und die folgenden Ausführungen stellen keine Empfehlung zum Kauf von Aktien dar. Dazu ist eine umfassende Erhebung der persönlichen Verhältnisse und der Vermögensverhältnisse, der Ziele, der Risikobereitschaft etc. nötig. Bitte betrachten Sie meine Ausführungen daher als allgemeiner Natur! Die ECOFIN übernimmt keine Haftung, wenn Leser auf Basis der Lektüre dieses Beitrages Tansaktionen durchführen.**

Also, wir wissen kurzfristig nicht, ob der Markt in den nächsten Monaten steigen wird oder ob er noch weiter abstürzt. Ich gehe hier sogar von einer 50:50 Wahrscheinlichkeit aus. Wir wissen lediglich, dass wir als Langfristinvestoren zu den Gewinnern zählen. Welche Parameter könnte man – wenn man sich nicht von Emotionen leiten lassen will – zur Entscheidung heranziehen.

### Charttechnik

Sie gibt wichtige Orientierung im Sinne einer Standortbestimmung. Bleiben wir für unsere Überlegungen diesmal bei Dow. Optisch „untertreibt“ die Grafik etwas, denn der Dow fiel von rund 29.700 Punkten auf nunmehr ca. 20.000 Punkte hinunter. Das ist eine Korrektur um rund 33%. Der eingezeichnete Aufwärtstrend ist dabei noch nicht gebrochen. Und die nächste massive Unterstützungslinie befindet sich auf dem Niveau von ca. 17.500 Punkten. Die Korrektur ist also zwar bis zu einem gewissen Grad fortgeschritten, doch ganz so dramatisch ist es noch nicht. Zumindest charttechnisch wäre noch Luft nach unten gegeben. Charttechnisch wirkt auch die Trendlinie als Unterstützung. Und wenn es ganz „dicke“ kommt? Dann hätten wir noch eine solide Unterstützung bei rund 8.000 Punkten. Aber daran wollen wir zumindest derzeit gar nicht denken!



Quelle: Chart Macrotrends, Linien: Anton Sgaga

### **Verhältnis Aktienbestand zu Liquidität**

- Investoren, die noch nicht investiert sind, finden (bitte nach eingehender persönlicher Beratung) derzeit wohl einen geeigneten Zeitpunkt vor, um neu einzusteigen.
- Investoren, die schon gut gestreut im Aktienmarkt investiert sind, jedoch über einen hohen Cash-Anteil verfügen, könnten auf Basis der bisherigen Korrektur mit dem Nachschaffen beginnen (ebenfalls auf Basis eingehender Beratung). Dies sollte jedoch in Teilschritten erfolgen. In die Erwägungen sollte auch das zunehmende Risiko einfließen, dem Geld auf Bankkonten künftig ausgesetzt sein könnte (Bonität der Bank, Lenkungsmaßnahmen des Staates, galoppierende Inflation).
- Investoren, die die Masse des den Aktien gewidmeten Kapitals schon investiert haben, könnten mit dem Zukaufen noch zuwarten, denn die Historie belegt, dass es noch deutlich tiefer gehen kann. Sie tragen lediglich das „Risiko“, dass sie die Chance vergeben, falls sich der Markt ab nun wieder erholt.

### **Bauchgefühl**

Zum Abschluss also noch etwas Heiteres. Ich muss allerdings zugeben, dass ich vor rund 10 Tagen alle meine Kunden noch eher dazu angehalten habe, mit Zukäufen noch zuzuwarten. Ich konnte damals wie heute nicht wissen, wohin der Markt gehen würde. Doch das Bauchgefühl zur „Schwere der Krise“ hat mich als alter Hase dazu bewogen, noch eher ein wenig abzuwarten, was da noch kommt. Heute würde ich eher mit den Zukäufen beginnen, allerdings nur mit einem Teil der verfügbaren Liquidität. Mit Ratio hat das allerdings nichts mehr zu tun.

Ich hoffe, dass mit diesem Beitrag ein wenig Orientierung geben konnte. Bitte verzeih mir, wenn der Großteil der Argumente für Sie schon bekannt war. Ich freue mich natürlich auch über Feedback und Kritik.

Mit besten Grüßen  
Anton Sgaga