



Erschienen in der FuW am 5.1.2008

Faktenbasiertes Anlegen – Zusammenhang zwischen Konjunktur und Kursverlauf? Mythen und Realitäten

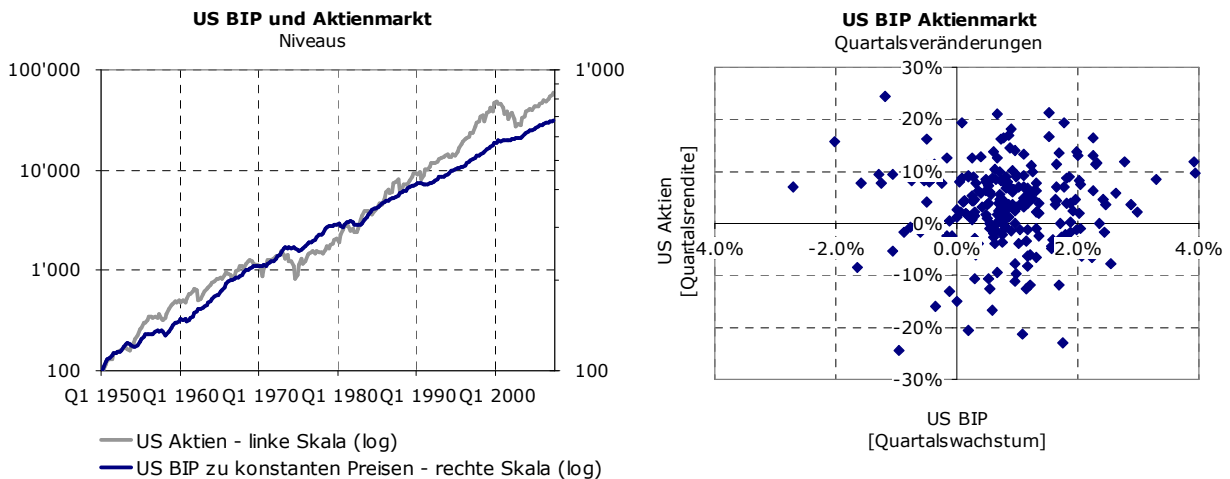
von Dominik Boos und Thomas Kraus*

Investoren versuchen in der Regel, ihre Investitionsentscheidungen auf Fakten abzustützen. Dabei unterstellen sie häufig einen bestimmten Wirkungszusammenhang, ohne diesen ausreichend zu hinterfragen.

Werden die hohen Ölpreise und die Krise am amerikanischen Häusermarkt der US-Konjunktur einen abrupten Einbruch bringen oder wird sich das Wachstum trotz widriger Umstände wieder beschleunigen? Diese und ähnliche Fragen werden von Auguren und in den Medien ausführlich diskutiert, wenn es darum geht, die Aussichten des Aktienmarktes zu beurteilen. Diese Analysen unterstellen implizit, dass es einen wichtigen Zusammenhang zwischen Konjunkturentwicklung und Kursverlauf an den Aktienmärkten gibt. Doch gibt es diesen tatsächlich in der suggerierten Form?

Konjunktur und Aktienmarkt

Die Grafik links zeigt die Entwicklung des realen Bruttoinlandproduktes der USA (BIP, saisonal adjustiert) und des amerikanischen Aktienmarktes seit 1950. Der optische Eindruck legt nahe, dass es einen engen Zusammenhang zwischen den beiden Grössen gibt, und man sich deshalb bei der aktuellen Aktienmarktbeurteilung sehr sorgfältig über die Konjunkturentwicklung in der nächsten Zeit Gedanken machen sollte. Doch der optische Eindruck trügt – wie so häufig bei der Interpretation von historischen Kursverläufen!



Grafik – Aktienmarktentwicklung und Wirtschaftswachstum in den USA seit 1950. Links sind die Niveaus, rechts die Quartalsveränderungen dargestellt.

Die Grafik rechts zeigt für die gleiche Zeitperiode die Wachstumsraten von BIP und Aktienmarkt auf Quartalsbasis. Überraschenderweise stellt man fest, dass zwischen der Entwicklung der beiden Grössen auf Quartalsbasis kein Zusammenhang besteht! Die statistische Korrelation ist praktisch null (exakt beträgt sie 0.03). Diese Erkenntnis ist einigermassen ernüchternd. Sie bedeutet nämlich, dass auch wenn die Auguren das reale Wirtschaftswachstum im nächsten Quartal perfekt vorhersehen könnten, dies nicht helfen würde, den Aktienmarkt für diese Zeitperiode zu prognostizieren. Erst wenn man das reale Wirtschaftswachstum für das ganze nächste Jahr bereits heute



Erschienen in der FuW am 5.1.2008

exakt (!) kennen würde, gäbe einem dies einen schwachen Hinweis auf die Entwicklung des Börsenjahres. Wenn man bedenkt, wie stark BIP-Zahlen selbst im Nachhinein noch korrigiert werden, wird man diesen Weg der Aktienmarktprognose bei nüchterner Betrachtung wohl als hoffnungslos einstufen. Entsprechend erstaunt es gelegentlich, wieviel Zeit und Energie allenthalben auf entsprechende Konjunkturstudien verwendet wird.

Investoren im Mittelpunkt

Eine erfolgreiche Aktienmarktprognose stellt nicht die Konjunktur sondern die Investoren in den Mittelpunkt. Die zentrale Frage dabei lautet, wie hoch der Risikoappetit des durchschnittlichen Investors derzeit ist. Ist er risikoscheu, verlangt er eine hohe Entschädigung für riskante Aktienanlagen. Entsprechend werden Aktien nur gekauft, wenn die Investoren noch ein erhebliches Kurspotential sehen, das sie für das eingegangene Risiko besonders hoch entschädigt. Aktien sind dann entsprechend ‚billig‘. Genau anders herum verhält es sich, wenn der durchschnittliche Investor aktuell risikofreudig ist. Dann kauft er auch Aktien mit bescheidenem Kurspotential und entsprechend ist die erwartete Risikoprämie gering. In diesem Fall sind Aktien relativ ‚teuer‘.

Entscheidend ist also der aktuelle Risikoappetit der Investoren. Doch wie lässt sich dieser messen? Da Investoren ihre Präferenzen über Preise signalisieren, ermöglicht eine konsequente Auswertung von heutigen Marktdaten genau diesen Rückschluss. Im Vordergrund stehen dabei relative und absolute Preise. So signalisieren z. B. hohe KGVs, dass die Märkte ‚teuer‘ und der Risikoappetit entsprechend hoch ist. Auch andere Indikatoren, wie zum Beispiel die Kreditrisikoprämie oder Zinsbewegungen, sagen einiges über die Risikoaversion der Investoren und somit über die Renditeaussichten der Märkte aus. Statt die konjunkturelle Entwicklung für die Zukunft zu prognostizieren, und daraus unscharfe Schlüsse über die damit einhergehende Börsenentwicklung zu ziehen, ist es wesentlich einfacher und effektiver, die heute bereits bekannten Marktdaten zu verwenden. Und erfreulicherweise muss man diese Größen nicht erst prognostizieren; man kann sie in Zeitungen nachschlagen oder dem Internet entnehmen.

Fundamentale Risikobewertung

Dies ist die Logik der sogenannten ‚konditionierten Risikobewertung‘. Diese Modelle sind der aktuelle Stand in der wissenschaftlichen Forschung, um die schwankende Risikoentschädigungen in verschiedenen Marktphasen zu erklären. Wenn auch technisch sehr anspruchsvoll, so lässt sich das grundsätzliche Vorgehen dabei doch recht einfach darstellen. In einem ersten Schritt ermittelt man durch statistische Verfahren, ob z. B. hohe KGVs gut oder schlecht sind für die Kursentwicklung in der Zukunft sind. In diesem Beispiel ist es relativ einfach: Wie bereits erwähnt, signalisieren hohe KGVs tatsächlich, dass die Märkte ‚teuer‘, daher die Aussichten entsprechend unvorteilhaft sind, und umgekehrt. In einem zweiten Schritt betrachtet man die heutigen Niveaus der KGVs: Sind sie hoch oder tief? Aktuell sind sie im historischen Vergleich immer noch relativ tief, d. h. die Märkte sind ‚billig‘. Gemäss dem ersten Analyseschritt geben die aktuellen KGVs somit ein positives Signal für die Börsenentwicklung in der kommenden Zeit.

Das beschriebene Vorgehen wird nun nicht nur für KGVs sondern für mehrere Fundamentalindikatoren gleichzeitig angewendet. Die Analyse wird dabei natürlich nicht qualitativ durchgeführt, sondern mit konkreten Zahlen, so dass sich am Ende eine genau quantifizierbare Renditeerwartung für jeden Markt ergibt. Das Endergebnis einer solchen (vereinfachten) Analyse ist in der Tabelle dargestellt. Neben einem Bewertungsindikator, wie z. B. dem KGV, findet dabei die Kreditrisikoprämie und die Liquiditätsentwicklung auf dem Geldmarkt Eingang in die Analyse. Die Trendkomponente erfasst die langfristige Entwicklung des Aktienmarktes.



Erschienen in der FuW am 5.1.2008

Fundamentale Renditepotentiale der Aktienmärkte
für das 1. Quartal 2008

	SWI	EMU	USA	JAP
Bewertung	3.7%	4.0%	3.4%	3.1%
Kreditrisiko	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
Liquidität	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
Trend	1.9%	1.8%	1.7%	1.3%
Renditepotential p. Q.	5.5%	5.6%	4.9%	4.2%

Tabelle – Dargestellt sind die fundamentalen Renditepotentiale von vier Aktienmärkten für das kommende Quartal sowie die Fundamentalkomponenten, aus denen sich die Renditeerwartung zusammensetzt.

Praxistaugliche Ergebnisse

Das Ergebnis dieser quantitativen Analyse ist recht einfach zu interpretieren: Aufgrund der aktuellen Fundamentaldaten lassen die dargestellten Aktienmärkte im kommenden Quartal eine positive Entwicklung der Aktienmärkte zwischen rund vier und sechs Prozent erwarten (Zeile ‚Renditepotential p. Q.‘). Dabei wird insbesondere der europäische Aktienmarkt gegenüber dem japanischen favorisiert. Wie sich diese Renditeerwartung aus den einzelnen fundamentalen Treibern zusammensetzt, ist im oberen Teil der Tabelle ersichtlich.

Die Vorteile dieser Art von Analysen liegen auf der Hand: Erstens basieren sie auf stabilen, statistisch signifikanten Beziehungen statt auf einem diffusen Zusammenhang. Zweitens erfordern Sie keine Prognose von zukünftigen Grössen (wie z. B. BIP-Wachstum) sondern arbeiten mit heute bereits bekannten Indikatoren. Drittens schliesslich resultieren aus den Analysen einfach verständliche Renditesignale für die betrachteten Märkte.

Unabhängig davon, wie genau faktenbasierte Investitionsentscheidungen angegangen werden, langfristig erfolgreich werden sie nur sein, wenn sie auf tatsächlich greifbaren und nicht nur auf vermuteten ökonomischen Zusammenhängen basieren. Die beschriebene Vorgehensweise ist die Antwort der Wissenschaft auf diese tägliche Herausforderung der Praxis.

Dominik Boos ist Head Investment Management und Thomas Kraus ist CEO von Kraus Partner Investment Solutions AG, Zürich.