

Mut zur Lücke

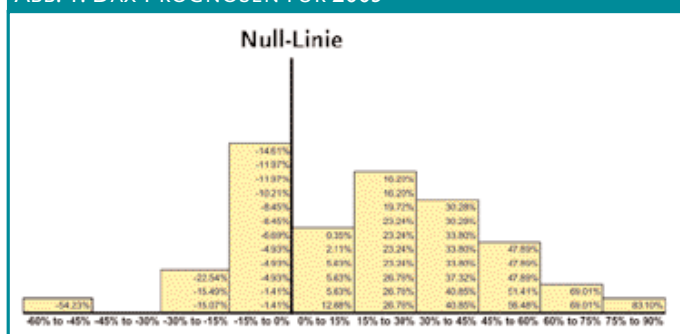
US-Vermögensverwalter Ken L. Fisher sieht ein „extremes Jahr 2003“ voraus. So prophezeit er für den Dax einen Jahresendstand von ca. 5.000 Punkten. Was zunächst wie Selbstmarketing aussieht, hat in Wirklichkeit Hand und Fuß – und vor allem „Loch“!

Hinter spektakulären Aktienmarktprognosen stehen oftmals selbsternannte Gurus, die das Licht der Öffentlichkeit suchen. Eine solche Absicht kann man US-Vermögensverwalter Ken Fisher jedoch nicht unterstellen. Seine Prognosen – z.B. Dax mindestens 5.000 Punkte zum Jahresende – sollte man nicht einfach wegwischen, sondern seinen Argumenten aufmerksames Gehör schenken. Denn die bisherige Trefferquote spricht für sich.

Effiziente Märkte, ineffizientes Research

Kenneth Fisher, CEO und Gründer von Fisher Investments, kooperiert in Deutschland mit dem Vermögensverwalter Thomas Grüner aus Rodenbach bei Kaiserslautern. Dabei ist die Herangehensweise des bekannten Forbes-Kolumnisten und Buchautoren Fisher alles andere als schwer nachvollziehbar. Er verfolgt im Prinzip eine Art von Contrary Opinion-Ansatz, der bei Bedarf mit der Einbeziehung des vorherrschenden Sentiments untermauert wird. Seine Vorgehensweise stützt sich auf die Kapitalmarkttheorie, die eine starke Informationseffizienz bescheinigt. Die Kurse auf Märkten mit starker Informationseffizienz spiegeln alle Information wider, sogar die noch unveröffentlichten. Selbst Insiderinformationen versprechen hier keine Überrenditen mehr. Die Aussage „Der Markt hat immer recht“ ist kennzeichnend für einen effizienten Markt. Professionals suchen von Berufs wegen den gesamten Tag über nach Informationen, die ihnen bei ihren Marktprognosen helfen sollen. Es ist jedoch abwegig, einem effizienten Markt zusätzliche Informationen entlocken zu wollen. Denn auch die kollektive Voraussage dieser Marktbeobachter resultiert damit aus den Märkten selbst. Die meisten Analysten drehen sich deshalb nur im Kreise, ohne sich dessen bewußt zu sein. Zugleich wird damit ein anderes Phänomen erklärt. Privatanleger beschäftigen sich in der Regel weit weniger ausgiebig mit dem Markt, doch ihre Prognosen sind letztlich auch nicht schlechter als die der Professionals.

Abb. 1: DAX-PROGNOSEN FÜR 2003



copyright 2003 - Fisher Investments / Grüner Vermögensmanagement
Prozentuale Veränderungen, zusammengefaßt jeweils in Intervallen (ein Intervall entspricht 15 %)

Negativer Ausschluß

Damit steht schon einmal fest, was nicht eintreten kann. Was übrig bleibt, sind sogenannte „Löcher“ in den Prognosen der „Profis“, also Aktienmarktentwicklungen, die sie für unwahrscheinlich oder gar unmöglich halten. Oder anders ausgedrückt: Fisher sammelt die Vorhersagen der Analysten (eingeteilt in äquidistante Schätzungintervalle) und prognostiziert dann exakt das, was die wenigsten oder niemand erwartet.



Ken L. Fisher

Gerade in diese Prognose-Löcher der Experten stößt die Marktentwicklung nämlich mit schöner Regelmäßigkeit hinein, wie die Grafik für den S&P 500 der letzten Jahre eindrucksvoll zeigt. Anfang der 90er Jahre waren die Professionals skeptisch – schließlich, so der Konsens damals, könne der Bullenmarkt der 80er Jahre nicht unbegrenzt andauern. Das Gegenteil trat ein: Der US-Markt ging weiter nach oben, die gängigen Prognosen erwiesen sich als zu konservativ. Doch die Analystengemeinde ging nur zögerlich zu höheren Prognosen über – der Markt beschleunigte in der zweiten Hälfte der 90er Jahre nochmals – und wieder stellte sich der Konsens als zu pessimistisch heraus. Dies änderte sich erst, als der Boom der vermeintlichen New Economy im Jahr 2000 sein jähes Ende fand. Der Analystenkonsens war nun aber an die Vorgängerjahre adaptiert. Genau dies erwies sich jedoch nun als tragisch, denn statt anvisierter 20 % Plus verzeichnete der S&P in diesem Jahr einen Rückgang um 8 %. Im Folgejahr klappte die Schere zwischen Konsens und tatsächlicher Entwicklung noch weiter auseinander, da die Analysten sich nicht an die veränderten Gegebenheiten angepaßt hatten. Gleiches Spiel im Folgejahr.

Ein extremes Jahr 2003?

2003 wird nun höchst interessant. Nicht nur, weil man auf die Bestätigung oder Falsifizierung dieses Prognoseinstrumentes gespannt sein darf, sondern weil die Marktmeinung unter deutschen Professionals zum Jahreswechsel fast eine perfekte Glockenkurve ergeben hatte (sh. Grafik). Die Verwirrung nach



Thomas Grüner

drei Jahren Baisse ist also komplett. Richtige „Löcher“ sind nicht zu erkennen, aber es bleiben die extremen Enden außerhalb der Dax-Glockenkurve. Dies bedeutet – Fishers Theorie folgend – im Falle des S&P einen Einbruch um nochmals mindestens 40 %, oder aber einen Zuwachs um 40 % oder mehr. Was nach viel klingt, ist noch gar nichts für den deutschen Markt. Im Schaubild ist ein Prognose-Loch jenseits der Marke von -22 % zu sehen (ein einziger Analyst mit 54 % Minus bleibt als Ausreißer unberücksichtigt) sowie der Bereich rechts von +70 % (auch hier gibt es einen Ausreißer mit +83 %).

Dax 5.000: Es bleibt praktisch nichts anderes

Bleibt aber noch die Frage, welcher Ausgang nun der plausible ist. Dazu zieht Fisher vor allem sentimenttechnische Daten heran, aber auch Statistiken wie Präsidentschaftszyklen etc. Für einen Ausgang auf der negativen Seite war zum Jahreswechsel eben jenes Sentiment bereits viel zu bearish, als nämlich – nicht zuletzt in den Medien – nur noch darüber gerätselt wurde, wie wahrscheinlich ein viertes Baissejahr in Folge sein könnte. Da Fisher nach dem Ausschlußverfahren vorgeht, bleibt folgerichtig nur ein Plus von mindestens 70 % für den deutschen Markt übrig bzw. von wenigstens 35 % im S&P. Ausgehend von den Indexständen zum Jahreswechsel kommt man so auf rund 5.000 Dax-Zähler und 1.230 Punkte für den S&P 500. Speziell beim Dax mit seiner hohen Schwankungsfreude können es auch ein paar Punkte mehr oder weniger werden, eine Punktlandung ist also keinesfalls angesagt.

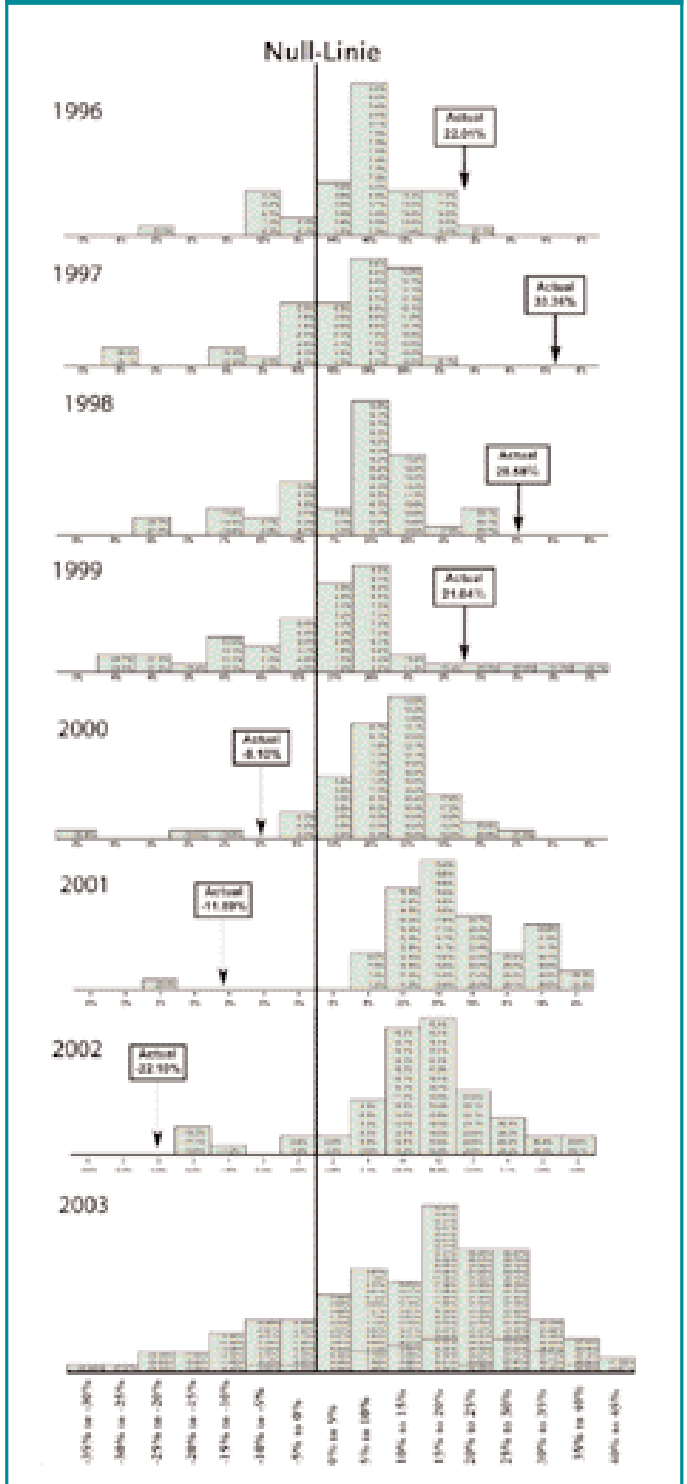
Glück oder Gene?

Man könnte Fishers Prognosen vielleicht noch als zu gewagt wegwischen, wenn er in der Vergangenheit nicht bereits sein Können unter Beweis gestellt hätte, schließlich ist er auch schon mehr als zwei Jahrzehnte im Geschäft. Vielleicht liegt es aber auch in den Genen, denn sein Vater Philip A. Fisher gilt zusammen mit Benjamin Graham als Gründer des Value Investing in den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts. Ken Fisher wiederum war einer der ganz wenigen, die auf dem Höhepunkt des Booms für das Jahr 2000 einen Einbruch vorausgesagt hatten und für 2002 einen weiteren Rückgang inmitten der laufenden Baisse. Von fundamentalen Gesichtspunkten läßt er sich aus den genannten Gründen seinen Blick dabei nicht vernebeln, schließlich darf man auf der Suche nach Rechtfertigungen für Marktentwicklungen nicht zwischen verschiedenen Modellen hin und her springen. So stellt er klar, daß aus der Bewertung eines Marktes, z.B. anhand des KGVs, keine brauchbaren Handelsregeln abgeleitet werden können. Unterhalb eines bestimmten KGVs zu kaufen und rechtzeitig bei Erreichen einer Überbewertung wieder zu verkaufen, verspricht keinen nachhaltigen Gewinn. Dies hat in der Vergangenheit noch weniger eingebracht als ein schlichtes Buy and Hold. Langfristige Aktienmarktprognosen hält er generell für unmöglich, denn letztlich bilden sich die Kurse durch Ange-

bot und Nachfrage. Doch niemand kann heute mit Bestimmtheit sagen, welche Bedingungen diesbezüglich in einigen Jahren vorherrschen werden. Auch wenn seine Prognosen extrem erscheinen – doch werden sie ihm quasi „aufgezwungen“ –, so ist er doch realistisch genug um zu wissen, daß schon bei mittelfristigen Aussagen auch eine gehörige Portion Glück mit dazu gehört.

Falko Bozicevic

ABB. 2: S&P 500: KURSPROGNOSEN 1996 BIS 2003 UND TATSÄCHLICHER AUSGANG



copyright 2003 - Fisher Investments / Grüner Vermögensmanagement
 Prozentuale Veränderungen, zusammengefaßt jeweils in Intervallen (ein Intervall entspricht 5 %)

„Dax 5.000 – ein bißchen mehr oder weniger“

Vermögensverwalter Ken Fisher über seine Prognosen und Ansichten zur Entwicklung des Aktienmarktes. Seine jahresanfangs gemachte Dax-5.000-Aussage hält er trotz des Einbruchs im Frühjahr aufrecht.

Smart Investor: Herr Fisher, wann und wie sind Sie eigentlich auf die Idee mit Ihrer Prognosemethode gekommen?

Ken Fisher: Darauf sind wir bei Fisher Investments in der Mitte der 90er Jahre gekommen, als wir feststellten – was ja schon die Finanztheorie besagt –, daß die Masse der Analysten regelmäßig falsch liegen muß. Unsere Methodologie ist lediglich ein Weg, dieses auch verständlich auszudrücken.

Smart Investor: Und wie erklären Sie sich nun, daß die Masse der Analysten derart und dauerhaft so falsch liegen kann? Macht der Berufsstand denn dann überhaupt noch Sinn?

Ken Fisher: Im Markt selbst sind alle verfügbaren Informationen schon enthalten. Was also die Marktteilnehmer glauben – so die Finanzmarkttheorie –, ist bereits in den Kursen eingepreist und kann deshalb keinen Einfluß mehr auf die zukünftigen Preise haben. Es ist genau dasselbe, wenn Analysten bei ihren Prognosen übereinstimmen – deshalb kann es auch so nicht eintreten.

Smart Investor: Warum bessern Sie die Prognosen im Jahresverlauf nicht noch nach, sondern arbeiten lediglich mit Ihrer einmal gefaßten Aussage, die Sie zum Jahreswechsel abgeben?

Ken Fisher: Die meisten Analysten geben eine Prognose zum Jahresbeginn ab, aber nur wenige ein Update im Laufe des Jahres. Deshalb läßt sich innerhalb des laufenden Jahres keine aussagekräftige Glockenkurve mehr aufstellen, die über hinreichende statistische Relevanz hinsichtlich der Gesamtheit der Analysten verfügt. Schließlich haben wir auch gezeigt, daß das Prognosesystem so sehr gut funktioniert. Es verhält sich im Jahresverlauf sehr robust, und es ist nicht klar, was inklusive Updates passieren würde: Vielleicht wäre es bedeutsam, vielleicht aber auch nicht. Das System müßte dann auch noch ausgefeilt werden.

Smart Investor: Was sind die entscheidenden fundamentalen oder psychologischen Einflußfaktoren, die Sie sich für eines der „Löcher“ schließlich entscheiden lassen?

Ken Fisher: Da gibt es keine einfachen Regeln. Man muß sich die „Löcher“ ansehen und dann entscheiden, wie plausibel es ist, daß der Markt in sie hineinläuft. Hier spielt die Vergangenheit, die Finanzmarkttheorie und der gesunde Menschenverstand eine Rolle.

Smart Investor: Als der Dax Mitte März bei unter 2.200 Punkten stand, sah es so aus, als träfe der deutsche Markt doch in das von Ihnen in Erwägung gezogene Loch auf der negativen Prognose-

seite (-25 % für 2003), nicht das positive (+70 % für 2003). Was haben Sie in diesem Moment gedacht, vielleicht doch über eine Änderung Ihrer ursprünglichen Prognose sinniert?

Ken Fisher: An den negativen Ausgang haben wir nicht geglaubt, weil das einen viel zu großen Bear Market impliziert hätte und andere Sentimentindikatoren bereits gezeigt haben, daß die Leute zu bearish sind. Wir denken, daß die zweite Jahreshälfte sehr positiv ausfallen und zu einem guten Gesamtjahr führen wird.



Ken L. Fisher

Smart Investor: Stehen Sie denn zu der Aussage „Dax mindestens 5.000 zum Jahresende“ immer noch?

Ken Fisher: Ein paar Punkte mehr oder weniger, ja. Bedenken Sie, daß der Dax eine hohe Standardabweichung von 26 oder so hat, er ist überaus volatil. Wann immer man hier also eine Prognose abgibt, kann das nur bedeuten, daß man einen Mittelwert seiner Schätzungen liefert, zuzüglich einer angemessenen Bandbreite. Statistisch gesehen gibt es deshalb keinen Unterschied zwischen einer Prognose über 70 % oder 65 % Plus. Das letztliche Ergebnis wird auch vom Zufall abhängen.

Smart Investor: Sie haben festgestellt, daß kein Zusammenhang zwischen KGV und Börsenentwicklung im Sinne einer brauchbaren Handelsregel besteht. Bitte erläutern Sie uns das genauer.

Ken Fisher: Aus der Finanzmarkttheorie folgt ebenfalls, daß es keine Beziehung zwischen KGV und den Aktienkursen gibt, aber sehr wohl eine zwischen dem KGV und den langfristigen Zinsen, natürlich reziprok. Das ist die Beziehung, die zählt. Alle anderen Abhängigkeiten in der Theorie oder Historie sind größtenteils nur zufallsbedingt. Außer wenn Sie zukünftige Gewinne im Vergleich eben zu den Zinsen setzen. Der Sinn hinter dem Betreiben eines Geschäfts ist schließlich, daß Sie höhere zukünftige Gewinne erwirtschaften wollen als durch Anlagen zu erzielen wären.

Interview: Falko Bozicevic

„Wir denken, daß die zweite Jahreshälfte sehr positiv ausfallen und zu einem guten Gesamtjahr führen wird.“