

## Trends werden ständig unter- oder überschätzt!

Werfen wir einen Blick zurück: Im Jahr 2003 gab es im März eine starke Trendumkehr, wie wir uns alle erinnern. Nach den masslos nach oben überzogenen Kursen in den Neunzigerjahren vernichtete der Kurssturz im Swiss Market Index (SMI) rund 60% des Marktwertes.

Seit dem Frühjahr des letzten Jahres hat nun das gleiche Barometer die gleiche Prozentzahl zugelegt. Viele private- und institutionelle Investoren haben den **(Wieder-)Einstieg** verpasst oder schlichtweg verschlafen - und dies trotz täglichem Zeitungslesen. Sie alle sind unschlüssig, ob sie zu den aktuellen Kursen noch Aktien kaufen sollen.

### Vertrauen ist gut, wissen ist besser

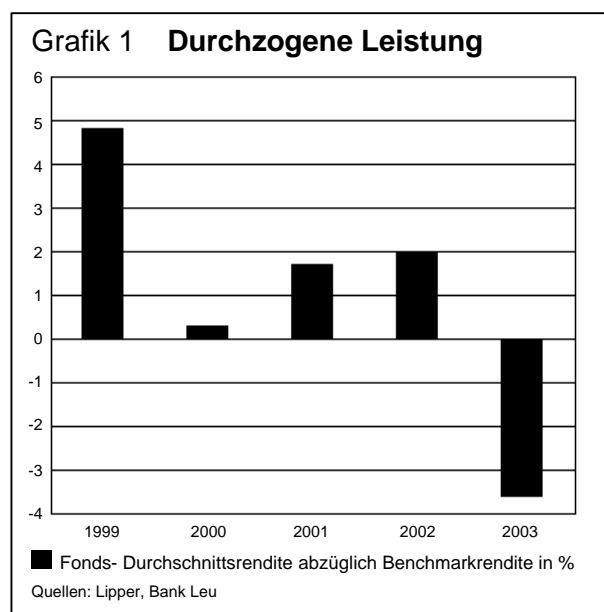
Es stellt sich nach solchen „Swings“ natürlich die Frage, welchen Einfluss der **massivste Kurseinbruch** der Nachkriegszeit auf das Verhalten der Kapitalanleger hat. Was müssen die Anleger und die Finanzgemeinde insgesamt, also auch die Beraterzunft, daraus lernen? Muss man die Zukunft aus der Kristallkugel lesen oder gibt es halt doch gewisse Börsenregeln, die sich immer wiederholen? Fragen über Fragen. Höchste Zeit also, sich damit ernsthaft auseinander zu setzen.

### Herdentrieb

Der dreijährige Abwärtstrend hat das Verhalten der Marktteilnehmer nachhaltig geprägt. Ja, er sitzt immer noch in den Knochen. Am Anfang jeder **Hausse** ist der Pessimismus so gross, dass niemand an sie glaubt. Die Meinung, der **Baissemarkt** habe sein Ende noch nicht gefunden und der Aufwärtstrend sei nur eine Gegenreaktion im Abwärtstrend, ist zu diesem Zeitpunkt stark verbreitet. Mit dem Resultat, dass wirklich nur hartgesottene Profis zum Telefon greifen und ordern.

### Auch Profis liegen falsch

Private Anleger müssen sich jedoch überhaupt nicht hinter den Profis verstecken. Auch institutionelle Investoren wie Pensionskassen reagieren ähnlich. So gelang es im Jubeljahr 2003 nur 10% der Verwalter von Fonds für europäische Aktien, den Index zu schlagen. Übertraf die durchschnittliche Performance der Manager während des dreijährigen Baissemarkts den Index noch um vier Prozentpunkte, belief sich die durchschnittliche Performance aller europäischen Fonds im vergangenen Jahr auf 12,6% beziehungsweise lag rund dreieinhalb Prozentpunkte unter derjenigen des MSCI Europe-Indexes.



### Schwieriger Job

Fondsmanager schneiden schlechter ab als der Vergleichsindex, wenn sie in Haussemärkten übermässig Cash halten oder zu vorsichtig investieren. In fallenden Märkten dürfen sie hingegen das Geld ihrer Kunden nicht zu aggressiv anlegen. Hier gilt die **eiserne Börsenregel**: „Never catch a falling knife.“ Werfen Sie einen Blick auf die Grafik 1: Sie zeigt die Durchschnittsrendite der Fonds für europäische Aktien abzüglich der Benchmarkrendite. Im Verlauf der Baisse ab 2000 wurden die Verwalter zu Recht zunehmend defensiv und vermochten so den Index von Jahr zu Jahr deutlich zu schlagen. Ganz anders aber im Top-Börsenjahr 2003: Hier wurde ihnen die vorsichtige Haltung zum Verhängnis.

### In den Rückspiegel schauen

Es überrascht nicht, dass die deutlichen Kursverluste die Investoren in ihrem Verhalten markant beeinflusst haben. In der Verhaltenspsychologie spricht man von **Konservatismus**, das heisst: Ein Individuum gewöhnt sich in einem solchen Masse an das von ihm wahrgenommene Umfeld, dass es Veränderungen vorerst zu wenig Bedeutung beimisst und sie als vorübergehend einschätzt.

Entsprechend sind die Investoren immer noch auf das vergangene negative Umfeld konditioniert. Dass richtungsweisende Trends häufig unterschätzt werden und die Finanzgemeinde erst spät auf Zyklen aufspringt, zeigte sich eindrücklich im vergangenen Jahr im nur zögernden Wechsel von defensiven in aggressive Titel oder von Bargeld in Aktien.

Die Investoren produzieren aber auch sonst laufend **Fehleinschätzungen**: Sind die Kurse gestiegen, neigen sie eher zum Verkaufen, während sie nach Verlusten warten. Der Einstandskurs nimmt die Rolle eines Referenzpunkts ein, der für die Anlageentscheide eine dominante Bedeutung hat.

### Komische Risikowahrnehmung

In der wissenschaftlichen Lehre, der sogenannten „**Behavioral Finance**“, spricht man in diesem Zusammenhang von Verlustaversion. Die Risikowahrnehmung wächst mit dem Preis. Der Gedanke dahinter: „Der Preis ist hoch, er kann nicht mehr viel weiter steigen.“ Der amerikanische Professor **Terrence Odean** von der University of California in Berkeley hat die Neigung der Investoren, Gewinne mitzunehmen und Verluste laufen zu lassen, in einer Studie sorgfältig belegt. Dieses Verhalten ist selbstredend nicht optimal. Es zeigt, dass die verkauften Aktien im Durchschnitt über die nächsten zwölf Monate signifikante 4,4% besser waren als die gehaltenen Positionen. Optimal wäre aber genau das Gegenteil, nämlich: Gewinne laufen lassen, d.h. die Papiere halten und Verluste begrenzen. Die Anlegergemeinde nimmt das Risiko aber anders wahr: Sie empfindet steigende Kurse als zunehmend riskant. Dies widerspricht aber gängigen Messungen des tatsächlichen Risikos. Empirische Studien zeigen nämlich, dass fallende Kurse das Risiko der Aktie erhöhen.

### Ein Contrarian braucht Weitblick und eine gehörige Portion Mut

Einer der häufigsten Fehler der Kapitalanleger, welcher die Performance beeinträchtigt, ist: Sie verkaufen ihre Gewinnpositionen tendenziell zu früh, sie nehmen das Risiko falsch wahr und am Ende eines langen Trends sind sie übertrieben einseitig darauf ausgerichtet, dass sich der Trend fortsetzt. Der „**Contrarian**“ „tickt“ anders: Er schwimmt gegen den

#### Grafik 2 „Total return“ oder „Absolute return“?

Was die Bezeichnungen „Absolute return“ und „Total return“ betrifft, herrscht nach wie vor einige Verwirrung. Eine einheitliche Definition gibt es nicht. Fondsanbieter benennen sogar die gleichen Strategien mit unterschiedlichen Begriffen. „Total return“ kommt aus den USA und bezieht sich auf die Anlage in Obligationen. Die Freiheiten des Managers sind sehr gross, Indizes oder andere Benchmarks dienen allenfalls als grobe Orientierung. Ob Staatsanleihen, Pfandbriefe oder Unternehmensobligationen – investiert wird dort, wo der höchste Ertrag zu erwarten ist. Mit dieser Strategie werden allerdings auch ausgeprägte Schwankungen und eine negative Wertentwicklung in Kauf genommen, was dem „Absolute return“-Gedanken widerspricht. Deshalb ist sie methodisch eher den traditionellen Konzepten zuzuordnen.

Strom. Das systematisch falsche Handeln der meisten Marktteilnehmer eröffnet dem schlaunen Fuchs Gewinnmöglichkeiten, wenn er genau entgegengesetzt agiert: Er verkauft tendenziell Verlustpositionen, eine steigende Gewinnposition macht ihn risikofreudiger, und in möglichen Umkehrbewegungen nach einem langen Trend handelt er aggressiv (siehe Asien- und Russlandkrise oder der Nasdaq-Absturz).

Eine weitere Produktespezialität, die bei den Investoren mehr und mehr Gefallen findet, sind Lösungen mit „**Total return**“ oder „**Absolute return**“, siehe Grafik 2. Aber auch hier gilt, die Streu vom Weizen zu trennen. Wir bei der **Alphatreu AG** kennen die besten Anbieter und die lukrativsten Angebote. Wir unterstützen Sie gerne bei Ihrer Auswahl.

## Service-Paket für unsere Leser!



**033 243 60 50**

Di bis Do: 14.00 Uhr - 16.30 Uhr

Unter dieser Nummer steht den Leserinnen und Lesern unseres Newsletters der ALPHATREU-SERVICE für alle persönlichen Fragen zur Verfügung. Bei Bedarf werden Spezialisten in den Bereichen Bank, Steuer und Recht vermittelt.

Die vorliegende Publikation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Erwerb von Wertpapieren bzw. Anteilen von Anlagefonds dar, sondern dient lediglich der Information. Allgemein wird zudem darauf hingewiesen, dass Anlagen in Wertpapieren bzw. Anteilen von Anlagefonds ein Anlagerisiko beinhalten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Erfolge. Anlagefonds, welche durch die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) in der Schweiz nicht zum Vertrieb zugelassen sind, werden für die empfohlenen Fonds nicht berücksichtigt. Daher kann es vorkommen, dass interne Empfehlungen der Alphatreu AG, welche zuhänden der eigenen Kundschaft im Rahmen eines Verwaltungsauftrages abgegeben werden, von den vorliegenden Empfehlungen abweichen. Copyright © 2004 Alphatreu AG, Oberhofen. Alle Rechte vorbehalten.