

# Schwarmintelligenz nutzen

**ANTIZYKLISCHE STRATEGIEN** Zum Jahreswechsel häufen sich die Ausblicke von Finanzinstituten und -dienstleistern. Eine einzelne Prognose allein ist dabei in der Regel nicht mehr als ein Stochern im Nebel. Viele Prognosen zusammen lassen sich jedoch hervorragend für antizyklische Strategien nutzen. Diese reduzieren das Risiko im Portfolio – ein verlockender Gedanke, insbesondere nach einem lang laufenden Bullenmarkt.

**P**rognosen zur Entwicklung von Börsenständen, Zinsen oder Devisenkursen treffen in der Regel nur zufällig. Das liegt nicht an der mangelnden Kompetenz der Analysten, sondern an der Komplexität der Materie: Es gilt, eine Vielzahl von Kennziffern zu beobachten, zu gewichten und miteinander in Beziehung zu setzen. Bereits kleine Abweichungen einzelner Variablen ändern das Ergebnis. Hinzu kommen die Marktteilnehmer, die mit ihren Entscheidungen die Kursverläufe beeinflussen. Wenn Anleger zum Beispiel mehrheitlich dazu neigen, Risiken gering zu werten, werden sie verstärkt Aktien nachfragen, das treibt die Kurse.

In den vergangenen fünf Jahren ist mit der extrem lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ein weiteres Risiko hinzugekommen. Im Rahmen ihres seit März 2015 laufenden Anleihekaufprogramms hat die EZB bis Dezember 2017 Wertpapiere im Gegenwert von 2.280 Milliarden Euro erworben. Noch bis Ende 2017

kaufte sie monatlich Papiere im Wert von 60 Milliarden Euro, seit Januar hat sie diesen Wert auf 30 Milliarden Euro halbiert. Mit ihren Käufen tritt die EZB als Nachfrager am Markt auf.

Die verstärkte Nachfrage nach diesen Anleihen lässt deren Preise steigen. Entsprechend sind die Renditen gesunken. Dies kann als eine Verzerrung des Marktumfeldes gewertet werden, wobei abzuwarten bleibt, wie sich die Renditen entwickeln, wenn die EZB ihr Vorgehen ändert. Das Ende der Käufe hat die EZB bisher weitgehend offen gelassen – die Unsicherheit erschwert Prognosen. So plausibel Prognosen oftmals scheinen, so wenig treffsicher sind sie in der Regel.

Viele aktive Vermögensverwalter halten dennoch an einem prognoseorientierten Portfoliomanagement fest. Die Grundidee ist auf den ersten Blick einleuchtend: Würde man die künftige Marktentwicklung bereits heute kennen, so wäre es einfach, das Portfolio so auszurichten, dass

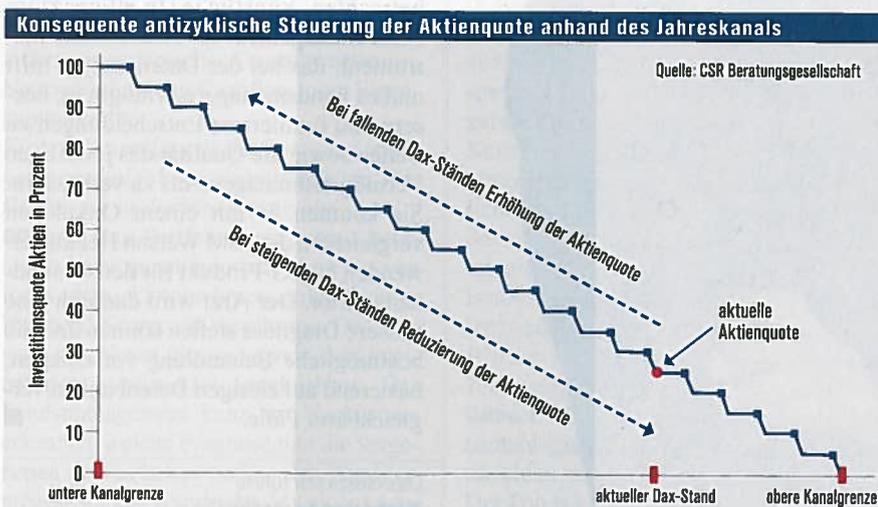
man den größten Nutzen aus dieser Entwicklung zieht. Prognosegetriebenes Portfoliomanagement bedeutet, dass Manager versuchen, die wahrscheinlichste Marktentwicklung zu antizipieren und den Aufbau des Portfolios daran auszurichten. Diese Manager agieren nach eigenem Ermessen. Sie müssen einschätzen, wie Märkte auf bestimmte Ereignisse in Wirtschaft und Gesellschaft reagieren. Dabei machen ihnen die häufigen Richtungswechsel der Märkte zu schaffen: Befindet sich ein Markt im Abwärtstrend, kann das Portfolio mit entsprechenden Absicherungen stabilisiert werden. Dreht der Markt, kosten dieselben Absicherungen aber Performancepunkte.

Und auch wenn sich die Risiken in der Regel robust schätzen lassen, gibt es ein weiteres Problem: Bereits kleine Fehler bei der Schätzung der Renditen können sich stark auf das Portfolio auswirken. Bei Renditeschätzern sind langfristige Trefferraten im Bereich von 51 bis 60 Prozent sehr gut. So ist es nicht verwunderlich, dass sich neben dem prognosebasierten Portfoliomanagementansatz eine weitere Philosophie herausgebildet hat, die, vereinfacht ausgedrückt, Prognosen für grundsätzlich fehlerbehaftet hält und sie deshalb als Grundlage für Allokationsentscheidungen möglichst vermeidet.

**Der Verzicht auf Prognosen** ist dabei nicht nur von der Prognosequalität motiviert, sondern auch von dem Anlegerbedürfnis nach mehr Transparenz. Werden Prognosen aus einer „Black Box“ mithilfe einer Portfoliooptimierung nach Markowitz genutzt, um die „optimale“ Zusammensetzung eines Portfolios zu bestimmen, können die Ergebnisse vom Anleger oftmals nicht nachvollzogen werden. In Schwächephase verlieren Anleger ihr Vertrauen, weil sie die Gründe für die Schwäche nicht kennen. Ist die Underper-

## Antizyklischer Jahreskanal

Der Aktienanteil des Portfolios steigt in fallenden Märkten und umgekehrt.





Ulrich Zorn: „Der Dax hat seit nunmehr neun Jahren eine Rallye hingelegt. Ob diese weiterläuft oder nicht, können auch die besten Prognostiker nicht wissen.“

formance nur vorübergehend und damit tolerierbar, oder zeichnet sich ab, dass das System künftig nicht mehr funktioniert? Viele Anleger wünschen sich einen leicht nachvollziehbaren, prognosefreien Ansatz.

**Eine Alternative** sind regelbasierte, antizyklisch agierende Investmentansätze, bei denen Prognosen, Marktanalysen und Brancheneinschätzungen keine oder nur eine untergeordnete Rolle spielen. Diese Strategien erhalten aus den Bewegungen eines Marktes und einer Anlageklasse ihre Handlungsimpulse, die gegenläufig zur Marktbewegung sind. Sinken die Aktienkurse, werden nach definierten Regeln Aktienpositionen aufgebaut. Steigen die Anleiherenditen, wird die Duration verlängert. Dass ein solcher Ansatz, konsequent durchgeführt, erfolgreich sein kann, zeigt das Beispiel der früheren Deutschen Bundesbank, die vor Einführung des Euro Jahr für Jahr einen Gewinn an den Bund überwiesen hat. Die Erklärung dafür ist einfach: Zu den Aufgaben der Bundesbank gehörte die Marktstützung. Sie kaufte Assets, die gefallen waren. In einer Erholung wurden die

preiswert gekauften Assets wieder veräußert und ein entsprechender Gewinn realisiert. Dabei wurde der Mean-Reversion-Effekt genutzt: Märkte schwanken um ihren Mittelwert, der Dax fällt weder auf null noch steigt er ins Unermessliche, ohne zwischendurch ständig zu korrigieren.

Regelbasierte Strategien brauchen einen Rahmen, innerhalb dessen gehandelt wird. Dafür lassen sich die Prognosen der großen Häuser nutzen, die um den Jahreswechsel herum veröffentlicht werden. Aus der Gesamtheit dieser Prognosen entsteht eine Punktelwolke an Schätzungen, meist ausgehend vom Jahresendstand des Dax mit deutlich mehr positiven als negativen Schätzungen. Die Gesamtheit der volkswirtschaftlich fundierten Schätzungen steckt das Terrain ab, in dem die Experten den Markt im Jahresverlauf sehen und spiegelt in ihrer Verteilung die Schwarmintelligenz des Marktes wider.

Basierend auf den Punkt-Prognosen lassen sich Jahreskanäle definieren, deren obere und untere Begrenzung so gesetzt werden, dass sich alle Prognosen innerhalb dieser Bandbreiten bewegen. Da meist zu

positiv geschätzt wird, werden die Bandbreiten, unterlegt durch statistische Volatilitätsberechnungen, erweitert. Jahreskanäle können für jeden Markt und alle Anlageklassen definiert werden, für die es genügend Prognosen gibt, wie den Dax, zum Euro/Dollar-Wechselkurs oder Gold.

**Die Investitionsquoten** werden innerhalb dieser Jahreskanäle gesteuert. So wird bei der Aktienquote in den fallenden Markt hinein der Aktienanteil aufgebaut und bei steigenden Notierungen wieder abgebaut. An der unteren Grenze des Jahreskanals ist die maximal mögliche Aktienquote erreicht, an der oberen Grenze ist die Aktienquote bei null Prozent. Schwankt der Markt, steigen oder sinken die Quoten regelbasiert, also automatisch. Ober- und Untergrenzen verhindern extreme Positionen bei einem kurzfristigen Überschießen des Marktes. Bewegen sich die Kurse außerhalb der Bandbreiten, verhält sich die Strategie neutral: Es wird nicht gehandelt, bis der Jahreskanal wieder erreicht wird.

Wird eine solche Quotensteuerung mit Eurex-Derivaten umgesetzt, ist dies preisgünstiger als der Kauf und Verkauf des Underlyings. Zudem werden durch den Verkauf von Call-Optionen auf den Dax zur Verringerung der Aktienquote, sowie den Verkauf von Put-Optionen auf den Dax zur Erhöhung der Aktienquote, zusätzlich Prämien generiert. Im Durchschnitt liegt die Investitionsquote einer solchen Strategie deutlich unter 100 Prozent. Damit ist sie weit weniger volatil als ein reines Dax-Investment. Läuft der Dax gut, wird die Strategie zwar eine geringere Wertentwicklung aufweisen als eine prozyklische Anlagestrategie, doch sollte sich dies in der nächsten Korrektur wieder ausgleichen. Der Mehrwert dieser Strategie liegt damit vor allem im Kapitalerhalt und darin, dass sie das Risiko reduziert.

Angefeuert von den Wertpapierankäufen der EZB und unterstützt durch gute konjunkturelle Nachrichten hat der Dax seit nunmehr neun Jahren eine Rallye hingelegt. Ob diese weiterläuft oder nicht, können auch die besten Prognostiker nicht wissen. Hohe Bewertungen und ein Wechsel in der Zinspolitik mahnen jedoch zur Vorsicht. Möglicherweise ist an der Zeit, auf eine risikoreduzierte, nachvollziehbare Strategie umzuschwenken. ■

Autor **Ulrich Zorn** ist Partner bei der CSR Beratungsgesellschaft und verantwortlich für die Betreuung der Fondsmandate