

FINANZMARKTBLASEN

Was Indexing kann und was nicht

Wer passiv investiert, geht mit dem Markt. Das macht sich im Aufschwung bezahlt und rächt sich im Abschwung. «Gouverner c'est prévoir», heisst die Antwort darauf.

Der Performance eines Index folgen, aber den maximalen Verlust begrenzen.

PROF. DR. DIDIER SORNETTE

Nachdem das Alpha Investing, das Streben nach Mehrwert unabhängig vom Index, an Glanz eingebüsst hatte, florierten die Smart-Beta-Strategien – bis auch ihr Reiz verblasste, vor allem in der Finanzkrise 2008. Risikofaktoren liessen sich nicht ausschalten. Heute zeugt der Boom von Exchange Traded Funds (ETF) und anderen passiven Anlagen von einem anderen Umfeld, das vor allem von den Notenbanken, ihrer quantitativen Lockerung und anderen geldpolitischen Schritten getragen wird.

Die Notenbanken treiben die Vermögenspreise seit einem Jahrzehnt in die Höhe. Vor diesem Hintergrund ist jede passive Anlage- oder Portfoliostrategie profitabel. So erbrachte etwa der S&P-500-Index 2016 und 2017 einen jährlichen Ertrag von fast 17%, und das mit einer Sharpe Ratio von 2,5 – das heisst, der erwirtschaftete Gewinn hat das Risiko deutlich übertroffen. Weshalb sich also abmühen und aktive Strategien entwickeln, wenn es reicht, den «Markt zu kaufen», um eine solch herausragende Performance zu erreichen? Der Trend zu passiven Investments spiegelt stark die expansive Notenbankpolitik seit 2008.

Latente Rutschgefahr

Doch es kann jederzeit alles ins Rutschen geraten. Ein lebhaftes Beispiel ist der XIV ETF (Leerverkauf des Volatilitätsindex Vix), dessen Handel am 5. Februar dieses Jahres nach einem Einbruch des indikativen Werts um 80% eingestellt wurde. Er setzte auf einen Rückgang der Volatilität, verkaufte also Optionen und machte Gewinn mit der Prämie – so riskant, als würde man Kleingeld vor einer fahrenden Dampfwalze auf sammeln.

Die Strategie galt als sichere Wette und hatte viele namhafte Anhänger, darunter Institutionen wie den Harvard Endowment Trust. Allerdings berücksichtigte sie nicht, dass stete Marktbeschleunigung nicht auf Dauer haltbar ist. Das zeigt die Grafik. Klar ersichtlich sind darin am Beispiel des US-Aktienindex S&P 500 die Warnsignale, die das Financial Crisis Observatory (FCO) an der ETH Zürich entwickelt hat.

Das grundlegendste Fehlverständnis der Finanzmärkte rührt von der impliziten

oder expliziten Annahme her, Aktienkurs-Zeitreihen seien im grossen Ganzen stationär. Sie liessen sich mit statistischen Gesetzmässigkeiten beschreiben, und es genüge, die Risikofaktoren linear aufzuspalten, um die wichtigsten Anlagerisiken zu erfassen. Tatsächlich aber sind die Charakteristiken der Finanzmärkte einem ständigen Wandel unterworfen, Risikofaktoren und Risikowahrnehmung verändern sich fortwährend.

Wer passiv investiert, vertraut dem Markt

Wer passiv investiert, setzt zu viel Vertrauen darauf, dass die Aktienmärkte sich schon richtig verhalten werden. Natürlich legen unzählige akademische Arbeiten den Schluss nahe, dass es unmöglich sei, den Markt zu schlagen (Kaufen-und-Halten-Strategie). Der einzig richtige Ansatz sei es deshalb, den eignen Risikoappetit zu definieren und dann in die entsprechenden Risikofaktoren zu investieren.

Gemäss meinen Erkenntnissen aus 25 Jahren Studium von Finanzmärkten hat dieses Konzept jedoch Mängel: Es kennt den dynamischen und absolut nicht linearen Charakter der Finanzmärkte. Mit einer jährlichen Volatilität von 20% und einem durchschnittlichen jährlichen Ertrag von 10% dauert es mindestens vier Jahre, bis die Risikoprämie über die stochastische (vom Zufall beeinflusste) Komponente dominiert. Mit an-

deren Worten: Geht es um Zeiträume kürzer als drei bis fünf Jahre, ist der Finanzmarkt eine kurzfristig geprägte «Voting Machine». Erst darüber hinaus wird er zur langfristig orientierten «Weighting Machine», wie es Benjamin Graham ausdrückte. Die Voting Machine wird nicht etwa von klar definierten Risikofaktoren getrieben, sondern durch kollektive Wahrnehmungen, Überzeugungen, Annahmen und Handlungen von nicht sonderlich gut informierten Anlegern. Die gute Nachricht ist: Das Verhalten dieser «Voting Machine» ist durchaus von gewissen Gesetzmässigkeiten geprägt und somit ein Stück weit berechenbar.

Für das Verständnis des Aktienmarktes unabdingbar sind Konzepte wie soziale Dynamik, Nachahmung, Herdenverhalten, kollektive Verhaltensmuster, Selbstorganisation und positive Feedbacks, die zusammen zu einer endogenen, im Inneren erzeugten Instabilität führen. So entstehen an den Finanzmärkten immer wieder Blasen, gefolgt von Korrekturen. Lokale Ereignisse wie Zinserhöhungen, neue Steuergesetze, neue Regulierungen etc., die jeweils als Grund für das Platzen einer Blase und den darauffolgenden Crash genannt werden, sind deshalb nur ein auslösender Faktor, nicht aber die fundamentale Ursache.

Der wahre Grund, dass sich Blasen bilden und platzen, liegt in der Natur der Sache: Kursavancen wie zu Beginn beschrieben sind auf Dauer nicht zu halten. Finanzmarktblasen sind gekennzeichnet durch einen überexponentiellen Kursanstieg, der sich ergibt, weil das positive Feedback unter den Marktakteuren die Entwicklung verstärkt.

Diese Erkenntnis erlaubt es, den Leitspruch «Gouverner c'est prévoir» (regieren bedeutet vorausschauen), den ich so gerne mag, umzusetzen: Investieren bedeutet vorausschauen und das eigene Exposure zu den Marktrisiken entsprechend dynamisch anpassen. In unserer komplexen Welt eröffnet Vorausschauen enorme Vorteile, wenn es gilt, strategische Entscheide zu treffen und wirksam zu handeln. Prévoir bedeutet, dass man vorbereitet ist, sich bietende Gelegenheiten zu nutzen, aber auch, widrigen Entwicklungen und Krisen zuvorzukommen beziehungsweise sie optimal zu bewältigen. Mit dem Voraussehen von Regimewechseln

DIDIER SORNETTE



Didier Sornette ist Professor für unternehmerische Risiken und Direktor des Financial Crisis Observatory an der ETH Zürich.

wird das gesamte System widerstandskräftiger, in einem Ausmass, das blosser Evolution – bei der der Blick ja rückwärtsgerichtet ist – nicht erreichen kann. Werden fortgeschrittene wissenschaftliche Instrumente verwendet, um die Zukunft zu prognostizieren, ist die vorausschauende Diagnose von Krisen die nächste Stufe der Entwicklung.

Das Financial Crisis Observatory (FCO) an der ETH Zürich wendet diese Theorie an und diese Methodik systematisch an, um die globalen Finanzmärkte zu beobachten und zu überwachen, Blasen zeitnah zu diagnostizieren und ihr Platzen zu prognostizieren. Die Hypothese, dass Finanzmärkte ein gewisses Mass an Ineffizienz und ein Potenzial für Prognostizierbarkeit aufweisen – vor allem in Phasen, in denen sich Blasen entwickeln –, soll auf dieser Plattform systematisch und breit angelegt rigoros geprüft und zahlenmässig erfasst werden.

Monatliches Cockpit

Das ist nicht Wunschdenken oder Fantaserei. In den vergangenen zehn Jahren wurden an der ETH Zürich zahlreiche Experimente ausgearbeitet, darunter das Financial-Bubble-Experiment im Rahmen des FCO. Seit Oktober 2014 wird in Kooperation mit einem Mitarbeiter und zwei Doktoranden das monatliche «FCO Cockpit» erstellt, in dem die dynamische Entwicklung von Blasen in verschiedenen Anlageklassen, Sektoren und geografischen Regionen analysiert wird.

Nicht nur warnte das FCO vor der US-Immobilienblase im Juni 2005. Seither publizierte es eine Reihe weiterer treffender

Prognosen, beispielsweise zum chinesischen Aktienmarkt, für den wir eine hohe Wahrscheinlichkeit des Platzens der Blase zwischen Anfang Juli und Anfang August 2009 voraussagten, zum Ölpreis (Bestätigung einer Blase zwischen dem letzten Quartal 2005 und dem ersten Quartal 2006) und erneut zu China, als der chinesische Markt von 2014 bis Juni 2015 rasant an Tempo aufnahm und sich innerhalb eines Jahres mehr als verdoppelte.

Am 15. Juni 2015 begann dann der Einbruch, und mehrmals ging es steil nach unten. Das war der Katalysator für den grössten Tagesverlust am US-Aktienmarkt seit dem Ende der Finanzkrise. Unser LPPLS-Modell (Log-Periodic Power-Law Singularity) zeigte korrekt das wachsende Risiko einer scharfen Korrektur des Aktienmarktindex in Schanghai an, zuerst Anfang 2015 und dann wiederholt von April bis Juni 2015. Dieses letzte Beispiel belegt, wie leistungsfähig das theoretische Modell und die Rechnungsmethode sind.

Verluste begrenzen

Aus all diesen Überlegungen resultieren folgende Empfehlungen: Erstens sollten Anleger im Umfeld der noch immer unüblich expansiven Notenbankpolitik nach Anzeichen der Normalisierung Ausschau halten. Sie müssen aber auch anerkennen, dass es schwierig ist, gegen den Strom zu schwimmen, solange die unkonventionelle Geldpolitik andauert.

Zweitens gilt es sich zu vergegenwärtigen, dass die Finanzmärkte heute nicht stabiler sind als früher, weshalb Anleger stets auf plötzliche Marktkorrekturen gefasst sein müssen. Ich empfehle, der Performance eines Index zu folgen, aber den maximalen Verlust zu begrenzen, indem mit neuen und raffinierten Analysemethoden gefährdete Unternehmen dynamisch herausgefiltert werden. Professionelle Hilfe ist dazu notwendig.

Und: Das Risiko struktureller Brüche im Auge behalten, mit auf Big Data und nichtlinearen Modellen basierenden Analysemethoden. Das wird seit März von Simag (Systematic Investment Management AG) implementiert, einem Joint Venture zwischen einem Spin-off der ETH Zürich und Credit Suisse Asset Management. Diese hat darauf basierend jüngst mehrere Fonds lanciert.

WARNSIGNAL

