

Fundamentale Signale und Charttechnik beachten

Kombination der Analysemethoden gibt den Anlegern Richtlinien, wie investiert werden sollte – Abwarten, bis Volatilität zurückgeht

Von Klaus Spremann

Jede Investition soll einen Geldbetrag in Zahlungen transferieren, die in der Zukunft zurückfliessen. Kein Investor wird daher ausser Acht lassen, von welchen Umständen es abhängt, ob überhaupt, wann und in welcher Höhe Geld ausgeschüttet wird. Für Obligationen bestehen die Rückflüsse aus den Zinszahlungen sowie aus dem Nennwert, der im Zeitpunkt der Fälligkeit gezahlt wird. Für Aktien sind die Rückflüsse primär durch Dividenden gegeben. Die Fähigkeit des Unternehmens, Gewinne zu erwirtschaften, die ausgeschüttet werden könnten, hängt von den wirtschaftlichen Umständen ab. Seit dem erstmaligen Erscheinen der Security Analysis von Graham und Dodd 1934 sind diese Fundamentals bekannt: Das Unternehmen muss effizient produzieren, in den Märkten eine akzeptierte Position innehaben, es darf technologisch nicht zurückbleiben, und die Governance soll stimmen.

In diesen Fundamentals ist daher der Wert der Aktie verankert. Der Fundamentalwert eines Unternehmens ist der Wert, der sich für einen Investor, der die Aktie kauft und für immer behält, aus den künftigen Dividenden ergibt. Um die beiden wichtigsten Kennzahlen der Fundamentalanalysten zu nennen: Ausser dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) wird immer wieder die Relation zwischen dem Marktwert M (Kurs mal Anzahl der ausgegebenen Aktien) und dem Buchwert B (Eigenkapital aus Bilanz) genannt, besonders seit eine empirische Studie der Professoren Fama und French belegte, dass Aktien von Gesellschaften mit einer geringen M/B ratio tendenziell hohe Renditen zeigten.

Zugegeben: Es kann recht lange dauern, bis ein Aktienkäufer sein Geld auf diese Weise zurück bekommt. Selbst mit einer Dividendenrendite von 4%, die mit den derzeitigen Kursen für einige Titel verbunden ist, braucht es Jahrzehnte, bis sich der Aktienkauf allein über die Dividende rentiert. Warren Buffett drückte die Geduld, die ein fundamental orientierter Investor mitbringen muss, so aus: «Ich kaufe eine Aktie nur, wenn ich vorhabe, sie wenigstens 50 Jahre zu behalten.»

Einfluss der Marktverfassung

Zu Rückflüssen aus einer Aktieninvestition kann es indes auch durch den Verkauf des Titels kommen. Die Verkaufsmöglichkeiten hängen selbstverständlich von den Fundamentals ab. Stimmen der Kurs und der Fundamentalwert überein, sollte sich immer ein Käufer fin-

den. Jedoch hat es immer wieder Situationen gegeben, in denen selbst langfristig orientierte Investoren nicht kaufen, auch wenn die Kurse klar unter den Fundamentalwerten liegen. Diese Anleger sehen die Differenz zwischen Kurs und Wert durchaus. Doch nicht immer haben sie freie Hand.

Gründe können Restriktionen sein oder aufsichtsrechtliche Bedingungen, die für Versicherungen und Pensionskassen an den Deckungsgrad anknüpfen und die freie Entscheidung einengen. Immer wieder hat es Situationen gegeben, in denen die Möglichkeit, eine Aktie zu verkaufen, weniger mit den fundamentalen Faktoren zu tun hatte und dominant von der Stimmung und der Marktverfassung abhing. Von daher ist die Hypothese, dass Kurse stets den Fundamentalwerten entsprechen würden, zu bezweifeln. Es gibt den Baissemarkt, genau wie es Zeiten gibt, in denen Stimmung und Marktverfassung im Vergleich zu den Fundamentalwerten überschäumen, um nicht gleich auf die extreme Situation einer Preisblase zu verweisen.

Die Beurteilung der Marktlage für eine Aktie oder einen Index und ihre mutmassliche Veränderung werden von den Markttechnikern untersucht. Ihre Instrumente knüpfen an den Kursverlauf (Chart) an. Sie untersuchen Trends, bilden Durchschnittslinien, identifizieren Kursformationen, beobachten Handelsvolumen und Liquidität. Zwei wichtige Kennzahlen sind die Relative Stärke und die Advance-decline ratio. Diese Kennzahlen unterstreichen, dass die fundamentale Wirtschaftstätigkeit hier in den Hintergrund gerückt ist.

Gleichwohl hört man auch in schwierigen Marktzeiten Hinweise, die einen fundamentalen Bezug aufweisen. Es heisst dann, der Investor solle auf Qualität achten. In der Tat: Wer auch in einer schlechten Stimmung und Marktsituation verkaufen möchte, muss etwas bieten können. Erstklassige Kapitalanlagen weisen eine hohe Sichtbarkeit und wegen ihrer Position eine Einmaligkeit auf. Das gilt für Immobilien genauso wie für Aktien. Gesellschaften mit einer hohen Visibilität und einer nicht leicht einnehmbaren Marktposition sind dann immer noch gefragt.

Jedenfalls muss der Aktionär sehen, dass die Rückflüsse aus einem sehr langfristigen Engagement eher durch die fundamentalen Faktoren bestimmt sind, während die kurzfristig generierbaren Rückflüsse von der Marktverfassung abhängen. Vielfach jedoch ist von vornherein die Haltedauer nicht klar, weshalb letztlich sowohl die fundamentale wie auch die technische Finanzanalyse wichtig ist.

Die Fundamentalanalyse und die technische Analyse sind keine Konkurrenten. Sie suchen Antworten auf unterschiedliche Fragen. Die Fundamentalanalyse ermittelt einen Wert für Investoren, die ein langfristiges Engagement planen und für die Rückflüsse in der Wirtschaftstätigkeit verankert sind. Die technische Analyse ermittelt die Verkaufsmöglichkeiten anhand der Marktentwicklung in den kommenden Wochen und Monaten.

Obwohl sie sich eigentlich nicht in die Quere kommen und sich gut ergänzen könnten, war noch vor einigen Jahren ein Glaubenskrieg in Gange. Die Fundamentalisten hielten sich an die These der Markteffizienz (MEH), die von Roberts und Fama um 1960 eingeführt wurde. Nach der MEH funktionieren Märkte so gut, dass zu jedem Zeitpunkt die vorliegenden Informationen in den Preisen korrekt antizipiert sind. Historische Kursverläufe sind natür-

lich bekannt, weshalb alles, was aus ihnen abgelesen werden kann, nach der MEH in den Kursen bereits enthalten sein sollte.

Heute wird die Markttechnik differenzierter beurteilt. Den Sinneswandel hat die empirische Forschung ausgelöst, mit der erkannt wurde, dass sich die Volatilität im Verlauf der Zeit ändert (Heteroskedastizität). Ein Index, der Änderungen der Volatilität nachzeichnet, ist der VLEU. Wenn sich beispielsweise ein Trend herausbildet, so ist das ein ruhiger Kursverlauf, der darauf deutet, dass sich die Volatilität zurückgebildet hat: Das Risiko ist geringer geworden. Ein geringeres Risiko führt selbstverständlich zu höheren Unternehmenswerten. Die Kurse können weiter steigen, der Trend nach oben setzt sich fort. Wenn sich andererseits eine Zickzacklinie zeigt, so deutet das auf eine höher gewordene Volatilität hin: Das Risiko ist grösser geworden. Das führt zu geringeren Unternehmenswerten, und die Kurse beginnen nach einer Zickzackformation zu fallen.

Zudem wurde eine Reihe von Faktormodellen aufgestellt. Ihnen liegt der Gedanke der Regression zu Grunde. Es wird versucht, Informationen (die durchaus bereits vorliegen) in einen korrelativen, statistischen Zusammenhang mit der weiteren Kursentwicklung zu bringen. Einige Faktoren erwiesen sich als wirksam. Vor allem waren das makroökonomische Faktoren, die als Beschreibung der Stimmung und der Marktverfassung gesehen werden dürfen. Man darf sagen, dass diese Forschungsansätze – Heteroskedastizität, Faktormodelle – zu einer Rehabilitation der Markttechnik beigetragen haben.

Methoden ergänzen sich

Insgesamt wird heute von wissenschaftlicher Seite die Bedeutung der Analysemethoden – fundamental und technisch – akzeptiert. Wegen ihrer Ergänzung bietet es sich an, sie beide zu kombinieren. In der Tat gibt es einige Vermögensverwalter, die in einem streng methodischen Ansatz die Fundamentals und die Technik kombinieren. Beispielsweise lautet eine Empfehlung, Aktien mit geringem M/B zu kaufen, sofern sich ein Trend zeigt. Selbstverständlich gibt es für Ansätze, die den Fundamentalansatz und die Markttechnik verknüpfen, Varianten. Wichtig ist (wenn schon unterstellt wird, dass die MEH nicht gilt) eine Vorgehensweise, die einer rigorosen Validierung zugänglich ist. Besonders darf der gewählte Ansatz dann nicht noch die künstlerische Freiheit des Managers einbeziehen. Damit Feinheiten im Ansatz adjustiert werden können, sollte er nicht zu kompliziert sein. Üblich ist, ein einziges Fundamentalsignal mit einem einzigen Techniksinal zu kombinieren.

Generell werden zwei Signale aufgenommen: Das erste Signal ist technischer Natur. Es betrifft das Momentum der Kursbewegung oder die Volatilität des Titels beziehungsweise des Marktes. Trends und geringe oder zurückgehende Volatilität sind gut für einen Kauf des Instruments, weil zurückgehendes Risiko den Wert treibt. Gebrochene Trends (Zickzacklinien) und hohe oder steigende Volatilität geben ein Verkaufssignal. In diesen technischen Signalen drücken sich die Stimmung und die Marktverfassung aus.

Fundamentaldaten	Die Fundamentals (Ansteigen	Die Fundamentals verschlech-
------------------	-----------------------------	------------------------------

Chartdaten	der Nachfrage der Konsumenten, Ertragsentwicklung der Unternehmen) und die Phase der Wirtschaft im Zyklus sind gut	tern sich, die Investitionen gehen zurück, die Phase im Konjunkturzyklus rückt vor, die Erträge können sich zurückbilden.
Charts zeigen einen nicht unterbrochenen Aufwärtstrend mit geringer oder zurückgehender Volatilität: Die Stimmung hellt sich auf	IV. Quadrant Kaufe alles bestens	I. Quadrant 1. Selektierte , nur vorsichtige Käufe (bestens) für die Titel, die wegen ihrer Trends noch weitere Kursgewinne versprechen 1. 2. Verkaufe sofort die Titel, die einen Bruch des Aufwärtstrends zeigen
Charts zeigen keinen klaren Aufwärtstrend — oder der Trend ist unterbrochen (Zickzacklinien häufen sich) — und zugleich ist die Volatilität hoch oder nimmt zu	III. Quadrant Vorsichtiger Aufbau von Positionen mit Limiten (Kauf in Schwäche) unter strikter Diversifikation	II. Quadrant Verkaufe alles bestens

Das zweite Signal ist fundamentaler Natur. Hier wird die Ertragsentwicklung beachtet, es werden Ankündigungen der Manager beachtet. Hinzu kommen die Veränderung der Zinsen (Geldpolitik), die Konjunkturphase, in der sich die Wirtschaft befindet (Kapazitätsauslastung) und die makroökonomischen und fiskalpolitischen Rahmendaten. All das bestimmt die Fundamentals. Diese beiden Signale sollen jeweils einen guten oder einen schlechten Hinweis liefern können, so dass sich in der Kombination vier Quadranten ergeben (vgl. oben abgebildete Grafik).

Dieser Ansatz geht davon aus, dass alle vier Quadranten in der Wirklichkeit vorkommen. Das Fundamentalsignal und das Techniksinal können also durchaus in eine unterschiedliche Richtung weisen. Hier sind das die Quadranten I (Marktstimmung gut, Fundamentals trüben sich) und III (Marktstimmung schlecht, Fundamentals hellen sich auf). Die Kraft des Ansatzes, Fundamentals und Markttechnik zu kombinieren, zeigt sich gerade in diesen Situationen, in denen Fundamentalisten und Markttechniker, jeweils für sich allein, zu unterschiedlichen Beurteilungen gelangen. Würden Fundamental- und Techniksinal stets dasselbe sagen, könnte man auch mit einem Signal auskommen. Das hiesse, sich auf die Quadranten IV und II zu beschränken, in denen es unisono Aufforderungen zum Kauf beziehungsweise zum Verkauf gibt. Es lohnt sich, die vier Quadranten näher zu betrachten.

Doch zuvor ein Blick auf unsere Hoffnung, bald wieder im Quadranten IV zu sein. Wenn sich erste Trends bilden, die Volatilität zurückgeht und parallel dazu die Ertragsentwicklung der Unternehmen den Silberstreifen am Horizont zeigt, dann liefert jedes der beiden Signale eine klare Kaufempfehlung. Das ist, worauf wir heute warten. Wir müssen daher

nicht allein auf die Gewinnankündigungen der Unternehmen achten. Auch die technischen Signale müssen den Rückgang der Volatilität melden. Wenn sowohl das fundamentale als auch das technische Signal positiv sind, sollte der Investor nicht mehr zögern.

Auch im ersten Quadranten der Grafik kann teilweise gekauft werden. Hier ist die fundamentale Situation eher mit Fragezeichen zu versehen, was die weitere wirtschaftliche Entwicklung betrifft. Doch das technische Signal (ungebrochene Trends) deutet noch auf eine gute Stimmung an der Börse hin. Das hatten wir zum Beispiel 1999. Damals war die Börsenstimmung allgemein gut, doch hätte man sich aus fundamentaler Sicht schon fragen müssen, ob die Nachfrage nach Investitionen in Informationstechnologie nicht einmal ein Sättigungsniveau erreichen könnte. Wenn sich die Fundamentals bereits trüben, doch einzelne Titel (immer noch) Aufwärtstrends zeigen, dann kann der Investor mit Risikotragfähigkeit ein selektiertes, also wenig diversifiziertes Portfolio halten. Es umfasst nur diejenigen wenigen Titel, die Momentum zeigen. Der Trend dieser Titel ist (noch) nicht gebrochen. Oft sind das die Aktien der kleineren Gesellschaften.

Die einsetzende fundamentale Müdigkeit wird zunächst für Blue chips deutlich, weil über sie viel publiziert wird. Doch da die Börsenstimmung ungetrübt ist, sehen die Investoren die Chancen nun in Nebenwerten und Alternativen. Die Medien berichten in dieser Phase über Private equity und IPO und die damit erzielten Renditen. Jedenfalls muss der Investor im zweiten Quadranten eine aktive Haltung einnehmen und zeitnah beobachten, für welche Titel sich vielleicht eine Unruhe im Trend (Zickzacklinie) einstellt. Solche Aktien sind sofort zu verkaufen. In dieser Phase (Quadrant I) ist die Selektion das Rezept.

Zum Quadranten II: Die an Buy and hold gewöhnten Investoren sollten verkaufen. Es zeigen sich vermehrt Zickzacklinien, frühere Trends sind unterbrochen, und die Volatilität ist hoch oder nimmt zu. Zudem sind kritisch betrachtet die Fundamentals nicht viel versprechend. Die Phase im Konjunkturzyklus ist spät, und die Investitionen der Unternehmen gehen bereits zurück, wenngleich wenig über diese internen Entscheidungen des Managements publiziert wird.

Typischerweise ist in solchen Phasen (Quadrant II) der Konsum immer noch ungetrübt. Wegen der Gewohnheiten – die Gehälter sind erst unlängst gestiegen – kann sich niemand so recht vorstellen, dass es nicht immer wie gehabt weitergehen können soll. Die Autos, die gekauft werden, haben immer grössere Motoren, die Ferienreisen werden immer länger.

Quadrant III: Die fundamentale Lage kann sich eigentlich nur verbessern, doch die Börsenstimmung ist schlecht. Es gibt, wenn überhaupt, nur in einzelnen Titeln Kurssteigerungen (die sich niemand so recht erklären kann). Es gibt (noch) keinen klaren Trend, und die Volatilität ist hoch. Diese Phase bietet den Institutionellen Chancen. Der aktive Portfoliomanager wird versuchen, die Volatilität der einzelnen Instrumente auszunutzen. Entweder wird mit Optionen oder mit Limiten gearbeitet. Wenn gekauft wird, wird auch wieder verkauft. Kommentatoren sehen immer wieder, dass sich der Index zurückbildet. In einer Aufwärtsbewegung stellt sich die Frage, ob es sich nicht um eine Bärenfalle handelt oder ob die Fundamentals zu optimistisch gesehen werden und nicht ein Double dip vorliegt.

In der bereits besprochenen Situation des vierten Quadranten schliesslich wird alles gekauft: Sowohl die Fundamentals als auch die Technik liefern positive Signale. Da sich der Markt insgesamt nach oben bewegt, werden sehr liquide Titel mit grosser Marktkapitalisierung bevorzugt – die gekauft werden können, ohne dass die Transaktion den Kurs zu sehr beeinflusst.

Wie immer sind solche Investitionsregeln mit Vorsicht zu verwenden; doch die Kombination fundamentaler und technischer Signale ist vielversprechender, als wenn entweder der Fundamentalsicht allein gefolgt wird oder Entscheidungen nur gemäss Markttechnik getroffen werden. Werden die vier Quadranten in einer bestimmten Reihenfolge durchlaufen? Die Forschungen zu Zyklen sprechen dafür, dass sie im Lauf der Zeit im Uhrzeigersinn durchlaufen werden. Ein ganzer Zyklus dauert etwa vier bis acht Jahre.

Wo stehen wir heute?

Gegenwärtig befinden wir uns zwischen Phase III und Phase IV. Damit ist auch ein Hinweis gegeben, ob wir uns nun selektiv verhalten oder in den ganzen Markt investieren sollten, sofern bereits Positionen aufgebaut werden. Im Augenblick ist die Volatilität verhältnismässig hoch. Deshalb ist Diversifikation wichtig. Nach der abgeschlossenen Phase des Quadranten II sind jetzt die ersten Investoren wieder engagiert, doch sind sie sehr vorsichtig und arbeiten mit Limiten und mit Derivaten. Das verlangt eine gute Risikopolitik und -kontrolle (Diversifikation, Caps, Floors). Wir sind jetzt in einer Zeit, in der institutionelle Investoren ihre methodische Überlegenheit ausspielen sollten. Sie kaufen, doch niemand sollte überrascht sein: Sie verkaufen auch wieder. Der Markt geht auf- und wieder abwärts.

Daher ist der Zeitpunkt für ein breites Engagement des Publikums, das eine passive Anlagepolitik bevorzugt, (noch) nicht gekommen. Doch irgendwann geht die Volatilität zurück, Trends zeigen sich, und die Börse steht plötzlich in hellem Licht (was den Übergang von III zu Quadrant IV bedeutet). Im Morgengrauen muss man den Markt kaufen. Worauf muss der Anleger achten, um nicht zu verschlafen? Nicht unbedingt auf die Fundamentals – hier haben wir seit einiger Zeit zunehmend positive Nachrichten. Das erste Licht kommt mit Trends. Der Zeitpunkt ist unklar, aber wir wissen, wonach wir Ausschau halten müssen: nach einem Rückgang der Volatilität.

Nachwort des Autors (2004):

- 1. Die Fundamentalanalyse möchte Hinweise für Investoren geben, die ein Wertpapier (sehr lange) zu halten gedenken; die Technische Analyse konzentriert sich auf die "Marktverfassung" und wendet sich an jene Investoren, die bald wieder verkaufen wollen und daher eine Prognose der Verkaufsmöglichkeiten wünschen. In einem informationseffizienten Markt verhilft selbstverständlich keine Form der Informationsverarbeitung zu einem Anlageergebnis, welches einem reinen Buy-and-Hold systematisch überlegen sein könnte. In einem informationseffizienten Markt hat kein Investor einen Vorteil, wenn er seine Entscheidungen auf Analyse gründet — das gilt für die Fundamentalanalyse ebenso wie für die Technische Analyse. Der Artikel unterstellt, dass es gewisse Ineffizienzen gibt.*

2. *Die Informationseffizienz ist eine wichtige Annahme für die Entwicklung der Theorie von Finanzmärkten. Die Börsen für Blue Chips und andere Börsen kommen dem Ideal der Informationseffizienz sehr nahe. Inzwischen liegen jedoch einige empirische Arbeiten vor, die belegen, dass die Aktienmärkte gewisse Ineffizienzen zeigen. Deshalb kann durch ein aktives Portfoliomanagement eine gewisse Outperformance erzielt werden (wenngleich nur in geringem Umfang).*
3. *Die Technische Analyse wurde im Artikel vor allem auf jene Signale reduziert, die etwas über die Volatilität zeigen. Inzwischen ist anerkannt, dass sich in Aktienmärkten die Volatilität ändert (Heteroskedastizität), und dass die Vola über die Zeit hinweg sich gut durch einen stochastischen Prozess beschreiben lässt, der eine starke serielle Autokorrelation zeigt: Dadurch entstehen Volatilitätscluster und es gibt eine gewisse Prognostizierbarkeit der zukünftigen Volatilität. Wie dies ausgenutzt werden kann, ist jedem Optionshändler klar. Strategien mit Aktien, die auf Heteroskedastizität beruhen, sogenannte Vola-Strategien, befinden sich im Stadium der wissenschaftlichen Evaluation.*
4. *Wenn im Artikel von Phasen gesprochen wird, in denen Käufe (gehe long) und Verkäufe (gehe short) kombiniert werden, wie etwa im Quadranten I, so lässt sich dies gut durch Hedge-Funds bewerkstelligen. Denn viele Hedge-Funds kombinieren Longpositionen in selektierten Assets (oft sind das Small Caps) mit Shortpositionen (oft ist das der Index).*