

# Börsenprognose 2013: Hört doch auf mit dem Unsinn



*Von Prof. Dr. Erwin W. Heri  
Professor für Finanztheorie an der Universität Basel  
VR-Präsident Valartis Group*

Bei jedem Jahreswechsel das gleiche Spiel: Zuerst die enttäuschten Kommentare zu den schlechten Börsenprognosen des Vorjahres und dann die neuen Prognosen für das kommende Jahr. Dabei ist man bei positiven Überraschungen natürlich tolerant – im Zweifelsfall hat man ja Geld verdient (wenn man investiert war), bei negativen Überraschungen verärgert, weil man vielleicht nur wegen der damals rosigen Aussichten investiert geblieben ist.

Der Jahreswechsel 2012/2013 macht hier keine Ausnahme. Wenn man sich die Aussichten für die Weltbörsen vor einem Jahr anschaut – notabene nach einer nicht gerade erbauenden Performance im Jahr 2011 –, dann war da nur düsterstes Kopfschütteln zu finden. Zinsen risikoloser Anlagen auf Rekordtiefst, Risikoprämien für die Anleihen europäischer Randstaaten auf

Rekordhöhen, die Aussichten für die Wirtschaftsaktivität der Industrieländer zwischen Nullwachstum, Rezession und Depression. Die generelle Stimmung schlichtweg erschütternd. Wer wollte da schon über Aktien reden – die gefährlichste Anlageklasse überhaupt? Wer versuchte, darauf aufmerksam zu machen, dass die Firmenabschlüsse darauf schliessen liessen, dass die Lage wohl wesentlich besser war als die Stimmung, dass man in den letzten Jahrzehnten Firmen (sprich: Aktien) kaum einmal günstiger kaufen konnte als damals, dass erstklassige Firmen Dividendenrenditen bezahlten, welche ein Mehrfaches waren der Rendite der Staatsanleihen, oder wer errechnete, dass auch erstklassige Unternehmen weit unter ihrem Buchwert gehandelt wurden, wurde als Ewiggestriger verschrien, der noch nicht verstanden hatte, dass die traditionell-fundamentale

Sicht der Analyse der Aktienbörsen ihren finalen Untergang angetreten hatte.

Und heute?

Nachdem die Aktienmärkte traditioneller Anlageländer zwischen 15 und 30% zugelegt haben – notabene ohne dass ein relevanter Teil der Anlegercommunity dabei gewesen wäre, weil man ja nach der letzten Enttäuschung von Aktien nichts mehr wissen wollte –, dreht der Stimmungswind an den Aktienmärkten plötzlich wieder. Den Investoren wird empfohlen, wieder mehr Risiken einzugehen – natürlich «selektiv» –, um vom bevorstehenden Aufschwung 2013 zu profitieren, sich die Dividendenrenditen anzusehen (die sich notabene wegen der Kurssteigerungen inzwischen teilweise halbiert haben) und die immer noch tiefen Bewertungen zu beachten.

Fakt ist aber, dass die wirtschaftlichen Aussichten nicht wirklich besser geworden sind, die Zinsen sich nicht wirklich bewegt haben, die Verschuldungssituation sich nicht wirklich verbessert hat und die USA – objektiv betrachtet – über die fiskalische Klippe geflogen sind (nur hat man dafür jetzt eine etwas weniger dramatische Bezeichnung gefunden). Fakt ist auch, dass die Aktienkapitalisierungen inzwischen wesentlich höher sind als noch vor einem Jahr, die Dividendenrenditen wesentlich tiefer (auch wenn sie natürlich immer noch sehr lukrativ sind) und auch in diesem Zyklus die Bäume nicht einfach in den Himmel wachsen.

Ist die Sache also inzwischen bereits wieder gelaufen und die Investoren riskieren einmal mehr im falschen Moment einzusteigen?

Ich weiss es nicht. Niemand weiss es. Weder der Banker, der seine Studien schreibt, noch der Wirtschaftsjournalist, der die Studien zusammenfasst. Auch nicht der hochgelobte Hedge Fund Manager, der in den letzten Jahren bewiesen hat, dass er es auch nicht besser weiss als «der Markt», und schon gar nicht der Professor, der eigentlich

Intelligenteres tun sollte als kurzfristig die Börse zu prognostizieren.

Viele Wissenschaftler, die sich mit der kurzfristigen Dynamik an hochorganisierten Märkten wie dem Aktienmarkt beschäftigen, sind sich heute einig, dass die sogenannte Theorie des effizienten Marktes ein vernünftiges Abbild dessen liefert, was sich an solchen Märkten abspielt. In seiner Konsequenz besagt dieser Denkansatz, dass die kurzfristige Entwicklung an den Aktienmärkten im Normalfall als nicht-prognostizierbarer Zufallsprozess beschrieben werden kann. Was bedeutet das? Es bedeutet, dass man objektiverweise davon ausgehen muss, dass Aktienmärkte in der kurzen Frist – und dabei kann «kurz» durchaus auch einige Jahre bedeuten – nicht prognostiziert werden können.

Ist dies eine Bankrotterklärung an die Finanztheorie? Keineswegs. Kurzfristige Bewegungen an spekulativen Märkten entstehen dann, wenn sich wegen neu eintreffender Information fundamentale Bewertungen verändern. Ein Beispiel: Wenn wegen einer Naturkatastrophe die Rückstellungen auf einer Versicherungsbilanz drastisch verändert werden müssen, dann hat dies einen Einfluss auf den Wert des Unternehmens, d.h. die fundamentale Bewertung und damit den Aktienkurs der Gesellschaft. Und zwar nicht in ein paar Wochen oder Monaten oder beim nächsten Geschäftsabschluss, sondern dann, wenn die Information öffentlich wird. Es ist davon auszugehen, dass sich die neue Information sofort im Preis widerspiegelt und relativ rasch «verdaut» wird. Da an diesen Märkten rund um die Uhr und rund um den Globus Tausende von Marktteilnehmern nichts anderes tun, als auf neue (relevante und gelegentlich auch irrelevante) Information zu warten, um durch deren rasche Ausnützung kurzfristige Gewinne zu erzielen, ist sichergestellt, dass sich eben entsprechende Information sehr rasch in den Preisen widerspiegelt.

Da es unerwartete Information an sich hat, dass sie zufällig eintrifft – wenn dies nicht der Fall wäre, hätte sie sich ja bereits in irgendeiner Art und Weise im Preis niedergeschlagen – werden als Konsequenz dieses «Infor-

mationsprozesses» auch die Preise an solchen Märkten mehr oder weniger zufällig schwanken. In der Tat ist es so, dass empirische Tests dieser Zufallshypothese in den meisten Fällen positive Evidenz hervorbringen. Mit anderen Worten: Die meisten kurzfristigen Preisbewegungen an solchen Märkten können nicht wirklich von einem reinen Zufallspfad unterschieden werden. Und zwar eben nicht wegen Inkompetenz der involvierten Marktteilnehmer, sondern ganz im Gegenteil, wegen deren rascher und effizienter Reaktion auf neu eintreffende Information.

Ist dies eine generelle Absage an die fundamentale Aktien- und Finanzanalyse? Auch dies wäre zu weit gegriffen. Die langfristigen Tendenzen an diesen Märkten spiegeln durchaus fundamentale Entwicklungen wider. So entwickeln sich Währungen langfristig durchaus nach Massgabe der relativen Kaufkraftparitäten in unterschiedlichen Ländern, und auch Aktienkurse folgen langfristig den fundamentalen Bewertungskriterien für Unternehmen. Dabei ist es aber wichtig, sich vor Augen zu halten, dass «langfristig» eben durchaus eine Spanne von mehreren Jahren beinhalten kann und die langfristigen Trends wegen des vielen kurzfristigen «Lärms» nur schwer zu erkennen sind.

Um auf unser Thema zurückzukommen: Wir können beim Jahreswechsel schon eine Meinung dazu haben, ob eine Aktie, ein Index oder eine Währung fundamental billig oder teuer ist. Wir können auch eine Meinung haben dazu, wo der an sich «richtige» Wert sich befindet und dass wir uns irgendeinmal dorthin bewegen werden. Fakt ist aber, dass auf dem Weg dorthin viel passieren kann und dass wir nicht wissen, wie lang der Weg ist. Kurzfristige Prognosen von Finanzmarktpreisen – auch auf ein Jahr hinaus – sind deswegen nicht nur gefährlich, sie sind auch unredlich.

Die Finanzanalyse hat uns in den letzten Jahren sehr viele interessante Ergebnisse und Einsichten für vernünftiges anlagestrategisches Verhalten geliefert. Die Möglichkeit, kurzfristige Prognosen zu machen, gehört nicht dazu.

[www.erwinheri.ch](http://www.erwinheri.ch)

**Geld macht glücklich,**  
wenn man einen Partner hat, der immer für einen da ist. Mit unseren Anlagefonds und Vorsorgelösungen bleibt Ihnen mehr Zeit, das Leben zu geniessen. Gerne berät Sie der Kundenberater Ihrer Kantonalbank.



Aktuelle Analysen und Meinungen  
jetzt auf unserem Blog.