

Finanzmärkte aus sozialwissenschaftlicher Sicht – Am Ende des Tages zählt nur die Performance

Börsen sind faszinierende Kommunikationssysteme

Von André Wuerth

Wer in den vergangenen Jahren in Aktien anlegte und dabei dem Buy-and-hold-Ansatz (kaufen und halten) in den üblichen Märkten folgte, findet sich heute mit hohen Verlusten konfrontiert. Dabei basiert dieser Ansatz auf empirisch besonders erhärteten Befunden, die sich in zwei Wörtern zusammenfassen lassen: Diversifikation und Anlagedauer.

Diversifikation und Dauer werden also durch ökonomische Theorien, die auf eine beträchtliche und jahrzehntealte Erfahrung zurückgreifen, gestützt. Eine These, die dabei ganz besonders hervorsteicht, besagt, dass die gängigen Aktienmärkte effizient sind. Das heisst, dass Informationen effizient und vernünftig verarbeitet werden und nur mehr eine zufällige Preisbildung möglich ist. Zufällig bedeutet dabei, dass die an den Märkten ankommende Information kein systematisches Muster aufweisen kann. In der Konsequenz sind Märkte, also Indizes wie der SMI, der Dow Jones etc., so gut wie nicht zu schlagen beziehungsweise nur durch Zufall zu übertreffen, und dann aber nicht systematisch. In der Folge binden Banken und andere institutionelle Investoren ihre Anlagen oder Fonds eng an solche Indizes. Nur folgerichtig ist dann die Argumentation in Baisse. Sie lautet: Verluste sind hinzunehmen, und zwar mit der empirischen Zusage als Trost, dass Aktienanlagen langfristig einen durchschnittlichen Ertrag von 8 bis 12% p. a. aufweisen, mit einem den Obligationen entsprechenden Risiko.

Altes Denken in neuen Fonds

Kursverluste sind demnach markt-spezifischen Risiken zuzuschreiben. Die Krux ist jedoch, dass, wenn die Verluste kurzfristig immer grösser werden, diese rational-mathematischen Ansätze am menschlichen Befinden vorbeirechnen. Der Mensch macht emotional nicht mit. Um es positiv zu sagen: Es denken alle langfristig, solange die Märkte steigen.

Mit Blick auf die Krise im Schweizer Dreisäulensystem entsteht denn auch der Eindruck, dass Marktverluste unausweichlich sind und akzeptiert werden müssen – eine Argumentation, die basierend auf den etablierten Ansätzen auch Sinn macht. Al-

Dr. André Wuerth lehrt «Finanzmärkte als Kommunikationssysteme» am IPMZ der Universität Zürich und an der Fernfachhochschule Schweiz FFHS. Der Kommunikationssoziologe und Systemtheoretiker ist Gründer und Leiter der Vermögensverwaltungs-firma AS Asset Services in Auvornier-Neuchâtel.

erdings reagiert die Finanzindustrie auch innovativ; sie kreierte zum Beispiel Hedge funds. Und wie üblich, wenn Begriffe populärisiert werden, werden sie auch verschliffen. So ist im Grunde wenig klar, was unter Hedge funds zu verstehen ist.

Ziemlich klar dürfte hingegen sein, dass die dahinter stehenden Denkmuster, die Kursverluste gerade verhindern sollten, etwa die gleichen geblieben sind wie für die traditionellen Produkte. Dabei ginge es darum, die Basis der erwähnten Ansätze kritisch zu ergänzen. In diesem Sinne sind die Börsenjahre 2000 bis 2003 eine grossartige, ja geradezu die ideale Chance, das finanzmarkttheoretische Instrumentarium zu verbessern. Die entsprechende Entwicklung ist neuerdings auch auszumachen, unter anderem im Rahmen von Projekten des Schweizerischen Nationalfonds.

In den Baissejahren ist die Frage nach der Verantwortung für die Portfeuilleverluste immer drückender geworden, doch die Reaktion ist unterschiedlich: Während in grossen Instituten in der Regel ein paar Köpfe rollen, sind viele KMU überhaupt von der Bildfläche verschwunden; diejenigen, die überlebt haben, beginnen an der Effizienz und der Rationalität der Anleger zu zweifeln.

Die Baisse als Chance

Antworten liefert nur sachliches, konstruktives Hinterfragen, und das Ergebnis lautet: Nichts durchdringt Finanzmärkte mehr als Kommunikation, denn ganz besonders Finanzmärkte werden von grundlegenden sozialen Phänomenen wie Angst, Gier, Erwartungen, Meinungen, Hoffnungen, Gerüchte, Informationen etc. durchwirkt. Nicht Mathematik hilft, sondern das Begreifen von Finanzmärkten als Kommunikationssysteme. In der Konsequenz gilt es, geeignete Messinstrumente zu entwickeln, um aus dieser Erkenntnis Nutzen zu ziehen.

Wie diese Messinstrumente aussehen, ist Thema der Vorlesung «Finanzmärkte als Kommunikationssysteme, eine systemtheoretische Analyse» an den beiden Hochschulen Universität Zürich/IPMZ und Fernfachhochschule Schweiz FFHS. Finanzmärkte werden mit sozialwissenschaftlichen Werkzeugen analysiert und gemessen. Das Schlüsselwort dabei heisst Operationalisierung, was bedeutet, dass das Beobachtungsobjekt in konkrete, messbare Einheiten zerlegt wird.

Die erste Stufe dieser Art von Reduktion der Komplexität von Finanzmärkten findet über die drei Strukturebenen Mikro,

Meso und Makro (hier jeweils reduziert auf Mensch, Institution, Gesellschaft) statt. Die Makroebene berücksichtigt Daten wie Arbeitslosigkeit, Teuerung etc., Agenda-Setting (vorhergehendes Besetzen von öffentlichen Kommunikationsräumen) sowie Systemeinflüsse aus Politik und Kultur (11. September, Wahlen, Naturereignisse wie der Hurricane «Isabel», Nextdoor giant, also das Ausrichten auf führende Kommunikationsräume usw.). Auch gehören Wirkkräfte wie Vertrauen, Risiko und öffentliche Meinung dazu.

Komplexität reduzieren

Die zweite Strukturebene (Meso) umfasst die an den Finanzmärkten agierenden Institutionen (Banken, Nationalbanken, Regierungen, Pensionskassen, Investoren, kotierte Unternehmen, Börsen etc.) mit ihren eigenen Bezügen zur Umwelt. Es interessiert also, wie diese Institutionen gewisse Informationen oder Handlungen privilegieren oder diskriminieren, was sich unter anderem in entsprechender Corporate governance, Analysten- und Quartalskommunikation beziehungsweise generell in der Investor-relations-Kommunikation äussert. In einem weiteren Sinn geht es hier also um Unternehmenskommunikation, die Ausdruck des Firmen-Selbstverständnisses ist (Binnenrationalität).

Auf der Mikroebene (Mensch) wird unter anderem auf die Behavioral finance und dort besonders auf die Prospect theory zurückgegriffen. Ein Vordenker dieser Theorie erhielt 2002 den Nobelpreis für Ökonomie, und zwar bezeichnenderweise als Psychologe (Daniel Kahneman). Mit dieser Ernennung trug Stockholm zu einem Paradigmawechsel in der Finanzmarktforschung bei. Weitere Sphären, die beim Menschen untersucht werden, können unter «Information processing» zusammengefasst werden. Dabei interessiert, wie Menschen Informationen verarbeiten und bewerten. Dazu wird auf die Attributions-, die Kognitions- und in einem spezifisch kommunikationswissenschaftlichen Sinne die Rezeptionstheorie zurückgegriffen. Damit werden zwei Ziele verfolgt: Erstens soll das Hauptproblem der Sozialpsychologie und der Behavioral finance, nämlich der enge Geltungsbereich wegen zur Hauptsache klinischer Forschungsanlagen, entschärft werden. Zweitens sind eben gerade diejenigen Phänomene von Interesse, die die klassischen ökonomischen Theorien nicht zu fassen vermögen und von diesen entsprechend als Anomalien abgetan werden.

In der zweiten Stufe werden diese drei Ebenen miteinander verbunden. Um das Ganze dabei anschaulicher zu machen, wird in den Vorlesungen der Sachverhalt mit Fallbeispielen verdeutlicht. Dabei werden spezifische Beziehungen (relationale System-Umwelt-Beziehungen) betrachtet und besonders das sich ändernde Rollenverständnis einbezogen. Rollen bilden nämlich das zentrale Bindeglied zwischen der Mikro-, der Meso- und der Makroebene. Ein gutes Beispiel ist etwa die Rolle von Analysten, die teils im Börsenboom contre coeur Empfehlungen abgaben, das übersteigerte Selbstwertgefühl von Spitzenmanagern (in früheren Jahren Swissair, CSG, ZFS, aktuell Nyse) oder die Buchhaltungsprobleme im Jahr 2002 (Enron, Worldcom, Rentenanstalt). Aber auch die Rollen der Nationalbanken beziehungsweise deren spezifische Aussagen und Nichtaussagen sind zu bewerten. Zum Beispiel äusserte sich US-Notenbankchef Alan Greenspan im Frühling 2003 zur Deflation, was am Obligationenmarkt eine kräftige Preissteigerung auslöste, die im Juni schmerzhaft korrigiert wurde.

Weder effizient noch zufällig

Ziel des ganzen Ansatzes ist nicht eine neue oder bessere Art von Wahrheitsfindung, sondern mehr Performance. Mit den Fallbeispielen soll lediglich verdeutlicht werden, dass Finanzmärkte weder effizient noch zufällig sind. Es wirken Einflüsse in täglich sich ändernden Beziehungen, die aber auf systematischen Mustern basieren. Solche lassen sich aufspüren – vorausgesetzt, Finanzmärkte werden als Kommunikationssysteme verstanden. Das erlaubt, in Situationen wie dieses Jahr zum Beispiel am 15. oder am 30. Oktober bzw. am 6. und am 7. November, als die amerikanischen Märkte markante Anfangsgewinne preisgaben, obwohl gute Makrodaten und ausgezeichnete Quartalsergebnisse veröffentlicht wurden, gewinnbringend zu handeln.

Das Ziel ist eine bessere Performance für institutionelle und private Anleger. Die Nagelprobe sind nicht irgendwelche intellektuellen Verstrickungen im Elfenbeinturm, sondern die Praxis (AS führt vier verschiedene Portefeuilles, deren Abschneiden stets überprüft werden kann). Täglich muss sich das AS-Messinstrument, das die drei Strukturebenen mit weit über 500 Kategorien operationalisiert und relational verbindet, bewähren, denn am Abend zählt nur die Performance – in Aktien und in Obligationen.

AUSLANDSKOMMENTAR

Bushs Provokation

Von Sandra Louven



In der Sache überrascht die Entscheidung aus Washington kaum. So konnte niemand ernsthaft daran zweifeln, dass die Verbündeten Amerikas – allen voran Grossbritannien – in der Vergabe von

Wiederaufbauprojekten im Irak bevorzugt würden. Europa selbst verfährt mit seiner Entwicklungshilfe nicht anders: Sie wird oft an die Zusage der Empfänger gebunden, mit dem Geld beim Spender einzukaufen.

Vollkommen überflüssig war jedoch die offene Provokation einzelner Länder. «Die kindische Rachsucht von Bush», meint Adam Posen vom Institute for International Economics, zwingt die betroffenen Nationen, entsprechend zu reagieren. Frankreich prüft gegenwärtig, ob der Ausschluss einzelner Länder die Regeln der Welt-handelsorganisation verletzt. Die nämlich sehen vor, dass die Vergabe von öffentlichen Aufträgen nicht zu nationaler Diskriminierung führen darf.

Der Erfolg einer Beschwerde vor der WTO ist jedoch unwahrscheinlich. Washington hat sich dagegen gleich zweifach abgesichert, indem es zum einen anführt, dass die Verträge vom irakischen Staat vergeben werden, der kein WTO-Mitglied ist. Zum anderen hat das Pentagon die Sicherheitsinteressen der USA als Grund für die Länderauswahl angegeben. Wenn diese Interessen gefährdet sind, greifen die WTO-Regeln nicht.

Aber auch ohne WTO-Entscheidung könnte das neuerliche transatlantische Zerwürfnis weitreichende Folgen haben. In Zeiten massiver terroristischer Bedrohung ist die internationale Koordination nötiger denn je. Diese Zusammenarbeit fängt bei der Kontrolle von Geldwäscherei an und hört bei der gegenseitigen militärischen und geheimdienstlichen Abstimmung auf. Ständig aufs Neue belastete diplomatische Beziehungen gefährden jedoch diese bislang recht gut funktionierende Zusammenarbeit. So könnten Deutschland und Frankreich jetzt zum Beispiel den amerikanischen Wunsch boykottieren, Nato-Truppen im Irak einzusetzen, um dadurch das US-Militär zu entlasten.

Auch in den internationalen Handelsbeziehungen offenbart die amerikanische Regierung ihre Präferenz für einseitige Entscheidungen. Das Ende der amerikanischen Stahlzölle sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass Washington die Grenzen nach Gutdünken gegen Importe abschottet. In diesem Jahr ist das so geschehen für Weizen aus Kanada, Halbleiter aus Südkorea und jüngst für Textilien aus China. Weitere Handelsstreitigkeiten – zum Beispiel über die amerikanischen Steueroasen für Unternehmen – stehen bereits auf der Tagesordnung.

Mit seiner isolationistischen Politik sorgt Präsident George W. Bush dafür, dass andere Staaten in ihrer Opposition gegen die Vereinigten Staaten näher zusammenrücken. Auch der Europabesuch des international hoch geachteten Ex-Aussenministers James Baker wird daran nicht viel ändern. Seine Mission beschränkt sich darauf, sicherzustellen, dass dem Irak Auslandsschulden in Milliardenhöhe erlassen werden. Russland und Frankreich haben bereits signalisiert, dass sie trotz ihrer Verärgerung über die Nichtbeachtung für Wiederaufbauverträge dazu bereit sind.

Der Schaden, den die USA mit der selektiven Auftragsvergabe angerichtet haben, ist aber grösser. Sie haben ihre europäischen Partner für deren mangelnde Gefolgschaft im Irakkrieg abgestraft wie Schuljungen. Solche Erfahrungen brennen sich nicht nur in das Gedächtnis von Politikern. Sie schaden auch dem Ansehen der grössten Wirtschaftsnation in der Öffentlichkeit.

Man schreibt uns

«Der Südanflug als Marketing-Chance»

FuW Nr. 99 vom 13. Dezember «Südanwohnern einen Bärendienst leisten»

In einem Gespräch mit der FuW-Redaktion wurde mir von der offenbar gehäuften Zahl (auch böserartiger) E-Mails von Betroffenen des Südanflugs an die FuW berichtet. Ich bedaure diese Entwicklung und werde alles in meiner Kraft Stehende tun, um die Angelegenheit wieder in geordnete Bah-

nen zu lenken. Gleichzeitig ist es mir ein Anliegen, auf eine mit dieser Thematik verbundene Möglichkeit der Leserbindung anzusprechen. Die «Zürichsee-Zeitung» hat sich zu einer Vorwärtsstrategie in dem Sinne entschieden, als sie die Thematik breit abdeckt und in den Kommentaren

auch klar gegen den Südanflug Stellung nimmt. Sie druckt sogar jeden Leserbrief ab – so lange er die Regeln des Anstands und die Wahrung des Persönlichkeitsschutzes berücksichtigt.

Ich bin mir bewusst, dass sich eine solche Strategie nicht eins zu eins auf eine Fachzeitung wie die FuW übertragen lässt. Dennoch vermute ich, dass im Raum Wolterau, Freienbach, Schindellegi, Rapperswil, Jona, Egg, Forch, Zumikon und Gock-

hausen einige FuW-Leser wohnen, die die Berichterstattung in dieser Sache genau verfolgen. Kommt hinzu, dass in diesem Gebiet wegen der eher hohen Kaufkraft tendenziell ein attraktives Potenzial an neuen FuW-Lesern vorhanden ist.

Aus diesem Grund möchte ich folgenden Vorschlag unterbreiten: Zwei Unternehmer aus diesem Gebiet würden gerne in einem Gespräch einige Hintergründe über die politische und wirtschaftliche Situation darlegen. Dank der guten Vernetzung sind wir in der Lage, der FuW eine umfassende Dokumentation zur Verfügung zu stellen. Zudem wäre es möglich, im Sinne eines leserbindenden Vorgehens eine gewisse weitergehende Unterstützung anzubieten. Ich denke da an die Weiterverbreitung von Publikationen aus dem Hause der FuW über unser Netzwerk oder andere adäquate Massnahmen. **Andy Bantel** Kommunikationsberater, Gockhausen

Personen

BDO Visura, Solothurn: Auf den 1. Januar wurden zu Partnern ernannt: Hanspeter Baumann, Daniel Burkhard, Franco Ghilardelli, Bernard Rosset (unter gleichzeitiger Beförderung zum Direktor und Niederlassungsleiter Genf), Fritz Rüfenacht, Peter Steuri; weitere **Niederlassungsleiter** wurden Andreas Berger (Marly), unter Beförderung zum Direktor, André Fässler (Bern) und Urs Rindlisbacher (Zürich-Oerlikon). Ebenfalls zu **Direktoren** befördert wurden Jörg A. Auckenthaler und Roland Burger.

UP AND DOWN

© HORSCH

