

Kenneth A. Posner

Dem Schwarzen Schwan auf der Spur

Extremsituationen prognostizieren und von ihnen profitieren

FinanzBuch Verlag

© des Titels »Dem Schwarzen Schwan auf der Spur« (ISBN 978-3-89879-622-4)
2012 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

TEIL 1

UNSICHERHEIT

KAPITEL 1

PROGNOSEN IN EXTREMSITUATIONEN

Ideen, Gefühle, Emotionen und Überzeugungen sind in Gruppen genauso ansteckend wie Krankheiten.

Gustave Le Bon, *The Crowd: A Study of the Popular Mind*, 1896

Ein rationaler Gemütszustand erfordert intellektuelle Demut. Vielleicht sind dazu nur jene fähig, die niemals ihre eigenen Fehler vergessen und dabei realisieren, dass niemand von uns allwissend ist, da jeder von uns sein Wissen größtenteils anderen Menschen zu verdanken hat.

Karl Popper, *Conjectures and Refutations*, 1963

Ich habe gelernt, dass Meinungen (meine eigene sowie die eines anderen) nur wenig Wert haben, da man so verdammt oft unrecht hat.

Humphrey Neill, *The Art of Contrary Thinking*, 1997

Eine Gesellschaft geprägt von Solipsismus, in der nur Informationen aus erster Hand verwertet würden, wäre von Geburt an zum Scheitern verurteilt.

Christopher Cherniak, *Minimal Rationality*, 1986

Schwarze Schwäne sind nur eine Form von vielen möglichen Arten von Risiko, wenn wir versuchen zukünftige Entwicklungen vorauszuahnen. Unzählige Menschen und Firmen versuchen immer wieder aufs Neue, die Zukunft in Worte und entsprechende Taten zu fassen. Deckungsgleiches Verhalten kann dabei zu neuen Eintrittsszenarien führen, die wir ursprünglich gar nicht vorhergesehen hatten. Investoren haben einen besonderen finanziellen Anreiz, die Zukunft zu prognostizieren und sich ihrer Marktmeinung entsprechend zu positionieren. Doch jeder Ent-

scheidungsträger, der in einem von Konkurrenz geprägtem Umfeld tätig ist, tut gut daran, eine treffsichere Zukunftserwartung sein Eigen zu nennen.

Dieses Kapitel befasst sich mit den Hauptursachen für ungewöhnlich hohe Volatilität und erläutert, wie man in einer immer komplexer werdenden Welt die richtigen Entscheidungen trifft. Es gibt drei Arten von Volatilität. Erstens, Volatilität als eine direkte Ursache einer komplexen Welt mit nonlinearen Zusammenhängen und Kausalitäten, was wiederum bedeutet, dass manche Ereignisse genauso gut (bzw. schlecht) vorhersehbar sind wie Erdbeben. Die zweite Art der Volatilität wird durch den Herdentrieb hervorgerufen, der zu plötzlichen Gleichgewichtsänderungen in der öffentlichen Meinung führen kann, da wir unsere eigene Meinung immer anhand der Meinung anderer modellieren. Drittens, Märkte taxieren nicht alle gehandelten Werte nach der rationalen Preisfindung. Daher kann es zu Rückkoppelungsschleifen kommen (positiv und negativ), was wiederum zu Übertreibungsphasen führt. All diese Faktoren erschweren es den Analysten schon einfachste Zukunftsmodelle zu erstellen – geschweige denn, übergeordnete Industrietrends zu prognostizieren oder gar makroökonomische Modelle zu erstellen. Das heißt jedoch nicht, dass man sich auf schwarze Schwäne nicht entsprechend vorbereiten kann. Um all diese Faktoren in der Analyse zu berücksichtigen, bedarf es einer wissenschaftlichen Ausarbeitung von Zukunftsprognosen.

Eine Prognose beginnt immer mit der Formulierung einer Hypothese und einem analytischen Modell, das die postulierte Annahme untermauert, unabhängig davon, ob das Modell auf Intuition beruht oder das Resultat einer gewissenhaft durchgeführten Analyse ist. Doch sobald wir von der Theorie in die Praxis kommen, können die Grenzen verschwimmen – insbesondere dann, wenn kein vollständiger Datensatz des untersuchten »Systems« vorliegt und es keine in Stein gemeißelten Gesetzmäßigkeiten gibt. In meiner beruflichen Laufbahn bin ich zu der Erkenntnis gekommen, dass die meisten Entscheidungsträger zwei schwerwiegende Fehler machen: Sie passen ihre Modelle den aktuellen Marktgegebenheiten nicht an und übersehen mögliche Katalysatoren, die den Dominoeffekt mehrerer Kausalketten beschleunigen könnten. Unter Tradern gibt es ein ungeschriebenes Gesetz: Passe deine Erwartungen den Markterwartungen an, außer es gibt einen Katalysator, der die Eintrittswahr-

scheinlichkeit eines ähnlichen (oder gänzlich anderen) Zukunftsszenarios erhöht. Obwohl Ausnahmen grundsätzlich die Regel bestätigen, ist dieses ungeschriebene Gesetz durchaus sinnvoll, da man im gewissen Maße vor extremen Verlusten geschützt ist, die in Zeiten hoher Volatilität nur allzu oft auftreten können. Kommen wir nun zum ersten Fallbeispiel: Fannie Mae im Jahre 2007, einige Monate bevor die US-Regierung das Unternehmen verstaatlichte.

Fannie Mae: das aufziehende Unwetter

Diese Geschichte wird Ihnen nicht erklären, wie man einen schwarzen Schwan prognostizieren kann, aber dafür wird diese Geschichte Ihnen zeigen, wie adaptierte Systemparameter und das Beachten von Katalysatoren dabei helfen können katastrophale Verluste effektiv zu vermeiden. In Zeiten extremer Volatilität ist das finanzielle Überleben oberstes Gebot. Als Fannie Mae noch ein respektiertes und öffentlich notiertes Aktienunternehmen war, war es Teil meines Kundenstamms. Doch bereits damals brachte mich dieses Unternehmen in eine verzwickte berufliche Lage. Heute wissen wir, dass das US-Finanzamt Fannie Mae verstaatlichte, da im Zuge der Finanzkrise die akute Gefahr bestand, dass das Unternehmen in einen Liquiditätsengpass mit weitreichenden Folgen hätte schlittern können. Im Sommer 2009 wechselte eine einzelne Fannie-Mae-Aktie für weniger als einen Dollar seinen Besitzer. Im Frühling 2009 gab es keinerlei Warnsignale für einen bevorstehenden Abverkauf der Aktie; die Aktie wurde für mehr als 50 Dollar pro Stück gehandelt. Ich sprach sogar eine Kaufempfehlung auf die Aktie aus. Die zugrunde liegende These meiner Empfehlung waren die auf den ersten Blick soliden Ertragszahlen des Geschäftsmodells, das sich darauf spezialisierte, die Ausfallsicherheit von Hypotheken zu gewährleisten. Die hohen Prämien, die Fannie Mae damals verlangte, schienen den zeitweise auftretenden Verlust mehr als nur wettzumachen. Ich sah den Grund für den zukünftigen geschäftlichen Erfolg von Fannie Mae in der duopolistischen Marktposition begründet; sowohl Fannie Mae als auch Freddie Mac genossen gewisse staatliche Vorteile, die es privaten Firmen nicht erlaubte, gegen diese beiden Großunternehmen zu konkurrieren. Anhand meiner Gewinnprogno-

se und meines Bewertungsmodells kam ich zu der Schlussfolgerung, dass die Aktie auf 70 Dollar steigen würde.

Warum hatten die anderen Investoren den wahren Wert dieses Geschäftsmodells aus den Augen verloren? Möglicherweise lag es daran, dass Fannie Mae keine aktuellen Unternehmensbilanzen erstellte; was ein ernstes Warnsignal für jeden Analysten ist, der sich anhand der Bilanzen ein Bild über die Zukunft des untersuchten Unternehmens machen will. Die Bilanzen wurden aufgrund eines Finanzskandals aus dem Jahre 2004 verspätet eingereicht, da ein milliardenschwerer Abschreibeposten (ein Fehler des vorigen Managements) neu bilanziert werden musste. Meine Hypothese über die zukünftige Ertragsfähigkeit von Fannie Mae würde auch schon bald auf die Probe gestellt werden, da das Unternehmen ankündigte, ab Ende 2007 wieder regelmäßig seiner Bilanzierungspflicht nachzukommen. Sobald Fannie Mae wieder nach den Regeln der Wall Street spielt, würden Analysten und Investoren wieder den wahren Wert des garantiert erfolgreichen Geschäftsmodells erkennen – so war meine damalige Überlegung. So weit, so gut: Ich hatte eine zuverlässige Hypothese und einen möglichen Katalysator. Selbstverständlich gab es auch weitere Risiken, die es zu berücksichtigen galt. Wie alle anderen Marktteilnehmer erwartete auch ich, dass der Immobilienmarkt in eine Konsolidierungsphase übergehen würde und die Ertragskraft der Kreditgeschäfte von Fannie Mae in naher Zukunft leiden könnte. Doch diese Risiken waren bereits in meiner ursprünglichen Analyse berücksichtigt worden (oder das war zumindest das, was ich damals dachte).

Von da an dauerte es nicht mehr lange, bis die ersten dunklen Wolken am Horizont aufzogen. Im Sommer braute sich der erste Sturm über Fannie Mae zusammen. Anfang Juli trocknete die Liquidität am Markt für verbrieft Hypotheken aus. Risikoreichere Unternehmensanleihen, die auf riskanten Hypotheken basierten, wurden vom Handel ausgesetzt. Diese Entwicklung kam sehr überraschend: Ursprünglich sah ich zwar das Risiko von sich ausweitenden Spreads bei Hypothekenanleihen, hatte aber in keiner Weise das Aussetzen vom öffentlichen Handel dieser Finanzinstrumente erwartet. Seit der globalen Währungskrise von 1998, als Russland seine Anleihen nicht mehr bedienen konnte und damit Long-Term Capital Management ins Wanken brachte, war das Thema Liquidität kein Grund zur Besorgnis für Marktteilnehmer. Und so kam es, wie es kom-

men musste: Im August fanden die Probleme um Fannie Mae ihren neuen Tiefpunkt, als schlussendlich sämtliche auf Subprime-Krediten basierende Finanzinstrumente vom Handel ausgesetzt wurden. Viele Kunden des größten Hypothekenanbieters der USA, Countrywide, zogen ihre Einlagen ab. Das konnte nichts Gutes für die Zukunft verheißen.

Trotz all dieser fürchterlichen Vorzeichen hielt sich der Kurs der Fannie-Mae-Aktie stabil über der Marke von 50 Dollar; vielleicht lag es daran, weil das Unternehmen nicht direkt in den Handel von Subprime-Produkten involviert war – genau das Gegenteil war der Fall. In den vorhergehenden Jahren verursachten die steigenden Häuserpreise einen regelrechten Boom im Markt für unsichere Hypotheken, und Fannie Mae verlor fast 50 % seines Marktanteils an private Hypothekenanbieter, die ihre Risiken wiederum am offenen Markt für Hypothekenkredite absicherten. Als diese Märkte jedoch versagten, waren Fannie Mae und Freddie Mac die einzigen Anbieter für kaum gesicherte Hypotheken und deren einzigartige Geschäftsform (GSEs, Government-Sponsored-Enterprises) erlaubte es Fannie Mae und Freddie Mac günstig an Kapital zu kommen. Dafür mussten sie nur geringe Aufschläge im Vergleich zu lang laufenden US-Staatsanleihen zahlen. Immer, wenn die »See« in der jüngeren Vergangenheit etwas rauer wurde, waren auch auf GSE basierende Anleihen für Anleger interessanter – was wiederum zu weiteren Preisvorteilen führte. Es gab keinerlei Grund zu glauben, dass die Volatilität an den Kapitalmärkten eine Gefahr für Fannie Mae darstellen könnte, vielmehr war davon auszugehen, dass Fannie Mae von den aktuellen Marktturbulenzen profitieren würde.

Ich verfasste einen Bericht, in dem ich erläuterte, dass der langfristige Unternehmensertrag durch einen möglichen Anstieg der Unternehmensgewinne gesichert ist und bekräftigte kurzerhand meine Kaufempfehlung. Fannie Mae hatte erst unlängst angekündigt, die Preise für Hypotheken mit einer hohen Ausfallwahrscheinlichkeit zu erhöhen. Es war somit nur eine Frage der Zeit, wann die teureren Hypotheken die günstigeren Hypotheken in Fannie Maes Portfolio ersetzen würden. Dadurch würden logischerweise auch die Unternehmensgewinne steigen. Das war einfachste Mathematik und ich war felsenfest von meiner Analyse überzeugt. In dem Bericht veröffentlichte ich auch die aktuellen Zahlen zu den möglichen Ausfallrisiken. Ich untersuchte den Rückgang der Immobilienprei-

se in Kalifornien in den frühen 90er-Jahren und verglich die damalige Geschäftspolitik von Fannie Mae mit der Firmenstrategie von 2007, wobei ich meine Vergleichsanalyse um Produktunterschiede und Marktdifferenzen bereinigte. Meine Analyse ergab, dass die Hypothekenausfälle bei Fannie zwar ansteigen, aber kein nachhaltiges Problem darstellen würden.

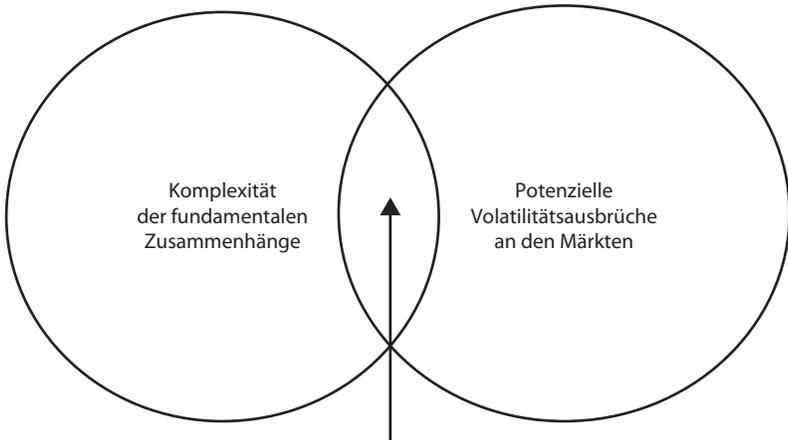
Meine Klienten waren von der Idee, historische Verluste in die Zukunft zu extrapolieren, wenig bis gar nicht begeistert. »Die Analysten unterschätzen die potenziellen Verluste von Fannie Mae«, warnte mich eine meiner Klientinnen am Telefon, ohne Details zu nennen. Diese Aussage verstörte mich, weil ich viel Schweiß und Blut in die Erstellung meiner Analyse gesteckt hatte – und um ehrlich zu sein, schien mir die Klientin damals keinen messbaren Informationsvorsprung zu haben. (Wie hätte sie den auch haben können als »Buy-Side«-Analystin? Ihr Aufgabenbereich als Finanzanalystin war es, den gesamten Finanzsektor abzudecken.) Sie hat wahrscheinlich nur ein Gerücht aufgeschnappt oder die Meinung anderer wiedergegeben.

Das Chaos an den Finanzmärkten zog immer weitere Kreise und wenn man genau hinsah, konnte man schon den Flügelschlag eines schwarzen Schwans erkennen. Heute wissen wir, was damals die richtige Entscheidung gewesen wäre, doch damals wusste auch ich noch nicht, was ich heute weiß. Wie hätte ich meinen Entscheidungsfindungsprozess in Sachen Fannie Mae verbessern können?

Ursachen für extreme Volatilität: nicht lineare Fundamentaldaten

Bevor wir zur Moral der obigen Geschichte kommen, müssen wir erst tiefer in die Welt der Volatilität vorstoßen und lernen, wie man Volatilität richtig analysiert und deutet. Ökonomen und auch Wissenschaftler haben unzählige Theorien über die Natur der Volatilität aufgestellt. Als aktiver Marktteilnehmer ist es nicht zwingend nötig, die Mathematik hinter all diesen Theorien zu verstehen, es hilft aber die Gründe für extreme Volatilität zu begreifen, wenn man sie denn auch beherrschen will. Es gibt drei Gründe für eine außerordentlich hohe Schwankungsbreite: die Komplexität der fundamentalen Zusammenhänge, der Herdentrieb und ein möglicher Rückkoppelungseffekt (Abbildung 1.1). Wenn man Unternehmens-

umsätze untersucht, nutzt man meist einfache und linear strukturierte Modelle. Doch wie wir wissen, ist die Praxis um ein Vielfaches komplexer als die Theorie, wie etwa das Konzept des Schmetterlingseffekts aus der Naturwissenschaft bestätigt.



Die Wechselwirkung von Volatilität und fundamentalen Zusammenhängen kann zu einem Rückkoppelungseffekt führen.

Abbildung 1.1: Quellen extremer Volatilität

Der Schmetterlingseffekt und die Wettervorhersage

Meteorologen arbeiten hauptsächlich mit nicht linearen Zusammenhängen bei der Analyse unserer Erdatmosphäre; dieses Phänomen wird auch als *Schmetterlingseffekt* bezeichnet. Dank dem Film *Jurassic Park* sind die meisten Menschen mit diesem Begriff vertraut und wissen, dass der kaum messbare Flügelschlag eines Schmetterlings eine Abfolge von komplexen Verkettungen auslösen kann, der auch in einem Sturm über dem Atlantischen Ozean enden könnte. Sollte diese Annahme auch für die Welt der Finanz- und Kapitalmärkte gelten, kann es unter Umständen unmöglich sein, die langfristige Entwicklung auf makro- und mikroökonomischer Ebene vorherzusagen. Die logische Schlussfolgerung wäre, seine Prognosen auf die kurzfristige Entwicklung zu beschränken. Die meisten Marktakteure preisen langfristig orientiertes Investieren als