



FUCHSBRIEFE Anlagechancen 2008

Ralf Vielhaber (Hg.)

# Die besten Investments - weltweit

Top-Thema: Abgeltungsteuer

FUCHS  BRIEFE

» Ob nach den US-Präsidentschaftswahlen im November 2008 ein Republikaner oder Demokrat ins Weiße Haus einzieht, ist für Börsianer ohne Bedeutung. Denn die Märkte folgen dem Wahlzyklus unabhängig von der Regierung. Im Durchschnitt stiegen die Aktien an der US-Börse in Vorwahljahren am stärksten. Deutlich schwächer sind die beiden Jahre nach einer Wahl. Dieser Präsidentschaftszyklus ist nur eines von mehreren saisonalen Mustern, die sich an den Börsen als stabil erwiesen haben und mit denen Anleger den Markt schlagen können. «

# Verschmährte Gewinne

## Mit saisonalen Mustern die Rendite steigern

Dieter Rentsch, Aquila Capital Gruppe

Als der US-Finanzminister *John Snow* im Vorfeld der US-Präsidentenwahl 2004 wiederholt verlauten ließ, die Wirtschaft könne auch weiterhin ohne größere Inflationsgefahren wachsen, war das ein Wink mit dem Zaunpfahl. Die implizite Botschaft, Leitzinserhöhungen seien vorerst nicht nötig, richtete sich an die Notenbank Fed, die über die Geldstabilität in den Vereinigten Staaten wacht. Der Versuch der *Bush*-Administration, Einfluss auf die Geldpolitik der unabhängigen Währungshüter zu nehmen, ist exemplarisch. Denn ohne eine florierende Wirtschaft und eine haussierende Börse im Rücken, ist für einen US-Präsidenten, der sich erneut zur Wahl stellt, nichts zu holen – eine historische Tatsache, die *Bill Clintons* Kampagnenstrategie *James Carville* im Wahlkampf 1992 in drei Wörtern verdichtete: „The economy, stupid.“

„The economy, stupid“

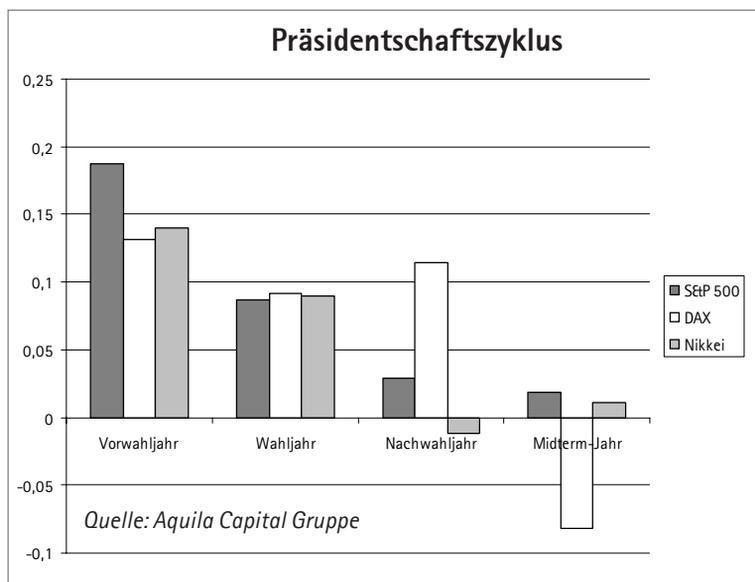
Spätestens seit dem ist auch dem letzten aufgefallen, dass (US-)Regierungen dazu neigen, zwei Jahre vor der nächsten Wahl den Versuch zu unternehmen, die Wirtschaft mit allerlei Geschenken anzukurbeln. Dazu zählen Erhöhungen der Staatsausgaben sowie niedrigere Steuern und Zinsen – alles Treibstoff für die Börse. Ist die Wahl entschieden, setzt die Regierung erst einmal unpopuläre Maßnahmen wie Budgetkürzungen durch – bis erneut die Zeit der milden Gaben anbricht.

### Im Vorwahljahr die höchsten Gewinne

Dieses Verhaltensmuster hat einen politischen Börsenzyklus in Gang gesetzt, den so genannten Präsidentschaftszyklus, der seit Jahrzehnten stabil ist. Die historischen Marktdaten zeigen, dass amerikanische Aktien jeweils im Vorwahljahr die höchsten Gewinne abwarfen. Seit 1939 war die Wertentwicklung in diesen Perioden immer positiv und in der Regel sogar zweistellig. Schlechtestes Vorwahljahr war 1987 mit einem Plus von nur 2%. Damals verhagelte der Börsencrash im Oktober eine üppige Aktienrendite. Auch die Wahljahre waren für Dividenten-titel überwiegend positiv und lieferten im Vierjahresvergleich im Durch-

Seit Jahrzehnten stabil:  
Der US-Präsidenten-  
schaftszyklus

schnitt die zweitbeste Performance, während die ersten 12 Monate nach einer Wahl die niedrigsten Kursgewinne verzeichneten.



Der politisch getriebene US-Präsidentenzyklus ist nicht nur in den USA messbar. Das Diagramm zeigt die durchschnittliche Aktienrendite in den Jahren vor und nach einer Wahl in den vergangenen Jahrzehnten.

Die Fed hilft mit

Natürlich lässt sich der Zusammenhang zwischen Wahlzyklus und Börse nicht streng kausal belegen, zumal die Regierung – zumindest formal – keinen Einfluss auf die für die Aktienmärkte besonders wichtige Geldpolitik hat. Ein Blick auf die Entwicklung der Federal Funds Target Rate zeigt allerdings eine deutliche Tendenz zu sinkenden beziehungsweise moderaten Leitzinsen während der Vorwahl- und Wahljahre. Und welche Bedeutung der Geldpolitik beigemessen wird, lässt sich am Beispiel von *George Bush senior* illustrieren: Berichten zufolge machte er den Notenbankchef *Alan Greenspan* für seine Wahlniederlage 1992 mitverantwortlich, weil sich der Währungshüter geweigert habe, die Zinsen weiter zu senken – ein Vorwurf, der, wenn überhaupt, nur im Lichte der damaligen Rezession einleuchten kann. Denn die Fed hatte die Funds Rate bis zur Wahl von 7 (Anfang 1991) auf 3% gesenkt.

Präsidentenzyklus auch in Europa

Interessanterweise zeigt sich der Präsidentenzyklus nicht nur an den amerikanischen Börsen. Er ist auch in Deutschland, Japan und in wenigstens 30 weiteren Ländern stabil, was einmal mehr unterstreicht, dass Wallstreet und die Fed den Takt an den internationalen Finanzmärkten vorgeben.

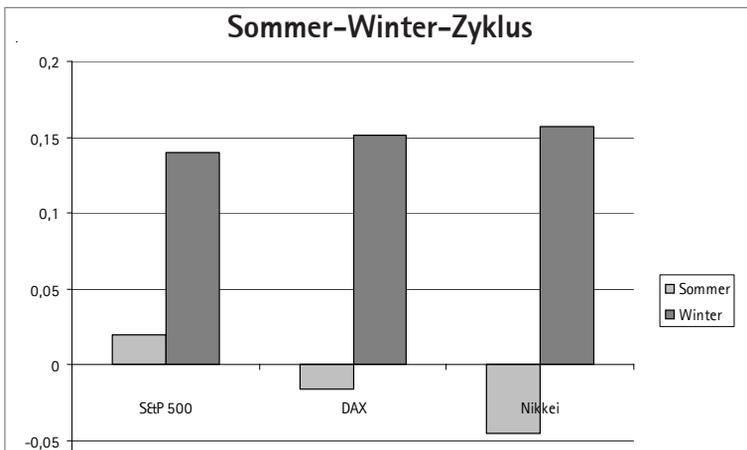
## Der Sommer-Winter-Zyklus

Auch andere saisonale Muster sind an den meisten Aktienbörsen rund um den Globus messbar. Dazu zählt vor allem der Sommer-Winter-Zyklus. Die von ihm abgeleitete Regel „Sell in May and go away, but remember to come back in November“ ist heute die wohl bekannteste „Börsenweisheit“. Danach fahren Aktieninvestoren besser, wenn sie ihre Engagements im Mai auflösen und erst im November wieder kaufen, weil die Kurse im Winter deutlich stärker steigen als im Sommer und vor allem Rückschläge während der an Marktteilnehmern ausgedünnten Sommermonate heftiger ausfallen als im ferienarmen Winter.

*Sell in May. Come back in November*

Der prominente amerikanische Vermögensverwalter *Michael O'Higgins* publizierte Anfang der 90er-Jahre eine nahezu identische Strategie unter dem Titel „The Halloween Indicator“. Danach sollten Anleger erst zum 31. Oktober (Halloween) wieder an die Börse zurückkehren. Historische Daten stützen diesen Ratschlag: In Europa beispielsweise, ausgenommen Dänemark, lagen die durchschnittlichen Aktienkursgewinne in den Sommern zwischen 1970 und 1998 in allen Ländern unter 2%. Im Winterhalbjahr erzielten Anleger dagegen mehr als 8% Rendite.

*Sommerflaute an den Aktienmärkten*



*Überraschende Gleichverteilung: Der Sommer-Winter-Zyklus in den USA, Deutschland und Japan. Die Daten sind auf Jahresbasis hochgerechnet, weswegen die Ergebnisse nicht die realen Renditen spiegeln.*

*Quelle: Aquila Capital Gruppe*

Alles Zufall? Mit wissenschaftlichen Untersuchungsmethoden lässt sich zeigen, dass die „Sell in May“-Regel kein aus der Luft gegriffener Glaubenssatz selbsternannter Börsenpropheten, sondern ein stabiles Muster ist, das mit einer Wahrscheinlichkeit von 60 bis 70% wiederkehrt. Die umfassendsten Untersuchungen zum Sommer-Winter-Zyklus wur-

*Eintrittswahrscheinlichkeit: 60 - 70%*

den am Lehrstuhl von *Ben Jacobson* an der Erasmus University Rotterdam, School of Management, durchgeführt. Eine Studie aus dem Jahr 2001 nahm die Leitindizes von 37 Ländern unter die Lupe. In 36 waren die Aktiengewinne in den Wintermonaten deutlich höher als im Sommer. Und an 20 Börsen, insbesondere an den europäischen und einigen asiatischen, ließ sich statistisch nachweisen, dass der Sommer-Winter-Zyklus nicht vom Zufall getrieben ist.

## Triviale Erklärung

*In den Ferien fehlen die Entscheidungsträger an den Börsen*

Doch die Ursache für diesen Kalendereffekt bleibt uneindeutig. Zwar gibt es eine ganze Reihe von Erklärungsansätzen, aber die erwiesen sich bei näherer Betrachtung als nicht konsistent. Es mag trivial erscheinen, aber die einzige Ursache für den Performanceunterschied, die sich bislang statistisch erhärten ließ, ist die Ferienzeit im Sommer. Die Beobachtung: Je länger in einem Land im Durchschnitt der Urlaub dauert, desto stärker ist der Sommer-Winter-Zyklus ausgeprägt. Während der Feriensaison geht die Anzahl der Marktteilnehmer zurück. Es fehlen vor allem institutionelle Investoren wie Fondsmanager und Vermögensverwalter, die sich gegen einen Abwärtstrend stemmen, wenn es zu größeren Belastungsproben kommt. Der Mangel an Entscheidungsträgern macht die Börsen anfälliger für sich selbst nährenden Abstürze, die sich denn auch in der Vergangenheit meistens während der Sommermonate Bahn brachen. Prominente Beispiele sind der Börsencrash im Oktober 1987, die Kuwaitkrise im August 1990 oder die Asienkrise im Juli 1997. Es ist letztlich die Vielzahl dieser Sommerunfälle, die den langfristigen Durchschnitt der Aktiengewinne von Mai bis Oktober nach unten drückt. Denn rechnet man die Krisen heraus, bietet der Sommer ähnliche Gewinnchancen wie der Winter.

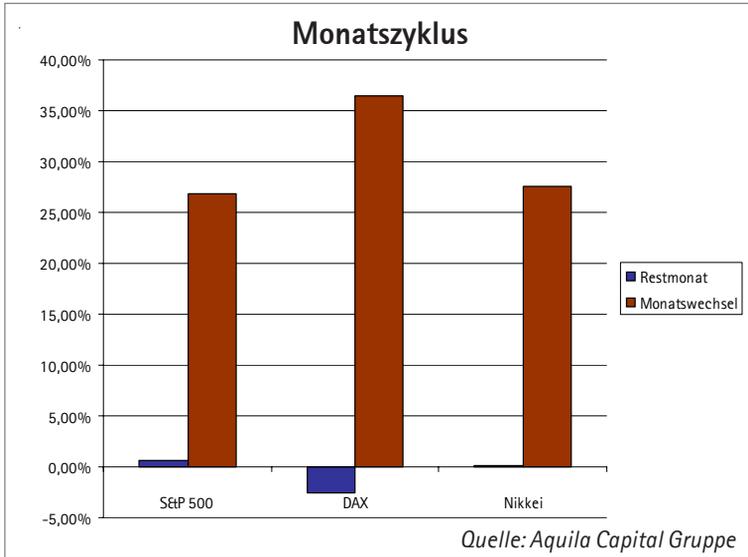
## Der Monatszyklus

*Zum Monatswechsel stärker steigende Kurse*

Ein anderes saisonales Muster ist der weit weniger bekannte Monatszyklus. In einem Zeitfenster von fünf bis sieben Tagen um den Monatswechsel, so die Beobachtung in der Vergangenheit, steigen die Aktienkurse im Durchschnitt stärker als im Rest des Monats. Auch diese Regel gilt an den meisten internationalen Börsen. Ursache für dieses Muster dürfte die höhere Liquidität sein, die zum Monatswechsel an die Märkte fließt: Arbeitnehmer erhalten ihre Gehälter, mit denen sie Aktiensparpläne oder Lebensversicherungen bedienen. Die Gesellschaften wiederum müssen die Gelder investieren. Auch die Kupons von festverzinslichen Wertpapieren werden zum Monatswechsel abgerech-

net – Geld, das in der Regel wieder angelegt wird. An den Quartalsenden wird der Monatszyklus zusätzlich vom so genannten Window-Dressing verstärkt: Fondsmanager bauen ihre Cashquoten ab und nehmen bevorzugt noch einige erfolgreiche Titel ins Depot, um ihren Rechenschaftsbericht aufzupolieren.

*Monatsende treibt Kurse an*



*Um den Monatswechsel steigen die Aktienkurse deutlich stärker als während der Restzeit. Die Daten sind auf Jahresbasis hochgerechnet, um die unterschiedlichen Zeiträume vergleichbar zu machen.*

## Ungenutzte Muster

Im Lichte der modernen Kapitalmarkttheorie erscheint die Existenz stabiler Börsenzyklen, auf deren Grundlage sich dauerhaft höhere Renditen als im Marktdurchschnitt erzielen lassen, wenig plausibel. Denn auf effizienten Märkten, so das Argument, würden solche Chancen sofort von einer Vielzahl von Investoren ausgenutzt. Die Folge: Ein heute entdeckter Mechanismus löst sich mit der Zeit quasi in Luft auf, weil ihn immer mehr Anleger ins Kalkül ziehen und antizipieren. Aus diesem Grund sind Fonds bemüht, ihre Anlagestrategien unter Verschluss zu halten, damit sie nicht kopiert werden können. Denn andernfalls würden ihre lukrativen Renditequellen mit der Zeit versiegen.

*Gegen die Theorie effizienter Märkte*

Ein Grund, warum wiederkehrende Muster nicht genutzt werden und so stabil bleiben, obwohl sie seit langem bekannt sind, könnten Transaktionskosten sein. Denn eine Handelsstrategie ist nur dann sinnvoll, wenn nach Abzug von Spesen und Steuern entweder eine höhere Rendite als im Marktdurchschnitt oder ein äquivalenter Gewinn bei geringerem Risiko erzielbar ist.

Beim Sommer-Winter-Zyklus beispielsweise sind diese Voraussetzungen gegeben. Um ihn zu handeln, sind lediglich zwei Transaktionen pro Jahr nötig, nämlich der Kauf eines Finanzproduktes, das den gewünschten Index abbildet, Anfang November und der Verkauf Ende April. Trotz der geringen Kosten wird dieses saisonale Muster von den Investoren aber kaum umgesetzt. Manche Privatanleger wird die Steuer abgeschreckt haben. Denn weil Gewinne aus einer „Sell in May“-Strategie vor Ablauf der Spekulationsfrist realisiert werden, sind sie nicht steuerfrei. Institutionelle Investoren könnten dieses Problem aber leicht umgehen. Man braucht den Handelsansatz nur mit einem Zertifikat abzubilden, das dann beliebig lange gehalten werden kann.

Es muss also andere Gründe geben, warum Investoren Saisonstrategien bisher links liegen lassen. Einer dürfte die nur durchschnittliche Quote positiver Transaktionen sein. Lediglich 60 bis 65% bringen Gewinn – eine Trefferquote, die nur wenig über der einer dem Zufall überlassenen Investitionsstrategie liegt. Und die Erfahrung hat gezeigt, dass Anleger Strategien mit einem möglichst hohen Anteil positiver Transaktionen bevorzugen, auch wenn eine andere Strategie mit einer niedrigeren Trefferquote höhere Rendite bringt.

### Es fehlt am Spaßfaktor

Eine noch größere Rolle dürfte insbesondere der aus Privatanlegersicht fehlende Spaßfaktor spielen. Ein Anlagekonzept, das nur auf Statistik fußt, ist alles andere als sexy. Es liefert keinen partytauglichen Gesprächsstoff, mit dem sich Eindruck schinden ließe – ein Makel, der auch Banken davor zurückschrecken lässt, Saisonstrategiefonds oder -zertifikate in großem Umfang aufzulegen. Denn mit einer derart schlichten Strategie lassen sich nur schwerlich üppige Verwaltungsgebühren rechtfertigen. Nicht zuletzt haftet vor allem der populären „Sell in May“-Regel das Image einer Wetterbauernregel an. Und solche Regeln werden in der breiten Öffentlichkeit zwar wegen ihres Unterhaltungswertes geschätzt, aber nicht ernst genommen.

### Handel nach saisonalen Mustern: Chance für Wenige

Berücksichtigt man diese Aspekte, löst sich der Widerspruch zwischen der Theorie effizienter Kapitalmärkte und der stabilen Existenz saisonaler Muster ein wenig auf. Und solange die statistischen Börsenzyklen nicht von einer Vielzahl von Anlegern genutzt werden, kann eine Minderheit den Markt weiterhin mit Saisonstrategien schlagen. Sie lassen sich für jedes Risikoprofil konzipieren und können auf fallende oder

steigende Märkte zugeschnitten werden – den Variationsmöglichkeiten sind kaum Grenzen gesetzt.

Eine einfache Handelsstrategie für den Deutschen Aktienindex Dax kombiniert beispielsweise den Präsidentschafts- und den Sommer-Winter-Zyklus. Der Anleger investiert nur in den Index, wenn beide Zyklen positiv sind, also in den Vorwahl- und Wahljahren jeweils im Winterhalbjahr (November bis April). Die restliche Zeit wird die gesamte Anlagesumme als Festgeld geparkt. Unterstellt man einen durchschnittlichen Zinssatz von 4% und Transaktionskosten von 0,1%, hätte sich seit 1966 eine durchschnittliche Jahresrendite von 7,41% ergeben – 0,5% weniger im Vergleich zu einer Buy-and-Hold-Strategie. Aber: Das Risiko war deutlich geringer. Denn der Anleger hielt nur während 25% des Investitionszeitraumes Aktien; der maximale Wertverlust war mit 34,81% nicht einmal halb so hoch.

*Eine einfache Strategie für den DAX*

## Die aggressive Variante

Aggressiver wird dieses Konzept, wenn man auch den Monatszyklus mit einbezieht. Der Anleger ist auch hier immer nur dann in den Dax investiert, wenn mindestens zwei Zyklen Kaufsignale liefern. Das bedeutet, er setzt auch in den beiden Nachwahljahren auf Aktien, aber nur in den Zeitfenstern um den Monatswechsel während der Wintermonate. Und während des Vorwahl- und Wahljahres wird zum Monatswechsel auch während der schwächeren Sommermonate investiert. Unter dem Strich steigt die Rendite mit dieser Strategie auf 12,18% – und liegt damit 4,2% über einer Buy-and-Hold-Strategie. Der maximale Wertverlust sinkt noch weiter auf 30,23%. Dafür ist aber die Investitionsdauer im Dax höher. Sie klettert auf 37%.

*Kombination aus zwei Zyklus-Strategien*

- ➔ **Fazit:** An den internationalen Börsen lassen sich Zyklen identifizieren, die seit Jahrzehnten stabil sind. Anlagestrategien, die diese Muster ausnutzen, können den Gesamtmarkt schlagen. Voraussetzung ist allerdings ein langfristiger Anlagehorizont, der nicht unter einem Zinszyklus der amerikanischen Notenbank Fed (vier bis acht Jahre) liegen sollte. Mit der Abgeltungsteuer, die 2009 in Kraft tritt, werden Saisonstrategien im Vergleich zu Buy-and-Hold-Konzepten zusätzlich attraktiv, weil für letztere die Steuerfreiheit entfällt.

Dr. Dieter Rentsch, Jahrgang 1959, ist einer der Gründer der Aquila Capital Gruppe. Als geschäftsführender Gesellschafter und Chief Investment Officer ist er für die strategische Asset Allokation, das Asset Management und das Research verantwortlich. Einer seiner Schwerpunkte ist Entwicklung von quantitativ-diversifizierenden Anlagestrategien und –produkten. Bevor er sich selbstständig machte leitete Dr. Rentsch die Abteilung Makro Research und Asset Allocation der zweitgrößten institutionellen Vermögensverwaltung Deutschlands, der MEAG MUNICH ERGO Assetmanagement GmbH. Davor war er Leiter der Abteilung Research & Produktentwicklung des Hamburg-Mannheimer Investment Trust. Dr. Rentsch promovierte im Fach Physik.



Dieter Rentsch  
T: +49 40 411 619 0  
info@aquila-capital.de

### *Vom Wandel profitieren*

Aquila Capital wurde im Jahr 2001 von Führungskräften aus Häusern wie Citigroup / Salomon Brothers und Münchner Rück gegründet. Die Unternehmensgruppe versteht sich als moderne Fertigungsstätte für Anlageprodukte. Sie ist auf alternative und innovative Investments spezialisiert und orientiert sich am Vorbild der erfolgreichsten Anleger der Welt – den führenden Universitätsstiftungen in den USA – und an deren Investmentstrategien.

Als unabhängige Investmentgesellschaft identifiziert, strukturiert und managt das Unternehmen ausgesuchte Kapitalanlagen mit einem fachübergreifenden Team von derzeit über fünfzig Spezialisten. In bisher mehr als vierzig Spezial- und Publikumsfonds, Zertifikaten sowie in verschiedenen beratenden Mandaten betreut die Aquila Capital Gruppe Kundengelder in Höhe von über eine Milliarde Euro.

Im Fokus stehen Kapitalanlagen, die sich unabhängig von den etablierten Aktien- und Anleihemärkten entwickeln und überdurchschnittliche Renditechancen bieten. Akutelle Beispiele sind der Aquila-WaldInvest und die Klimaschutzfonds. Darüber hinaus lancierte das Investmenthaus unlängst den Strategiefonds Triple Alpha, dessen Anlagekonzept auf statistischen Börsenzyklen fußt.



*Aquila Capital Structured  
Assets GmbH*  
Ferdinandstraße 25-27  
20095 Hamburg  
T: +49 40 411 619 147  
Fax: +49 40 411 619 129  
www.aquila-capital.de