

Schlagabtausch der Professoren zu sinnvollem Anlageverhalten

Da man den Markt nicht schlagen kann, soll doch wenigstens mit Spass angelegt werden. Der Random Walk tut dann den Rest. Oder geht es um die Unterscheidung von kurz- und langfristigen Performance-Treibern?

Zufall, Mean Reversion und lustvolles Anlegen

Vier Ratschläge, wie Anleger investieren sollten. Von R. Eichenberger und M. Portmann

In Replik auf einen in der NZZ erschienenen Text von Erwin Heri stellen Eichenberger und Portmann ihre Vorstellung von einem sinnvollen Anlageverhalten vor und verweisen auf das «Gesetz» des Random Walk.

Immer wieder erscheinen in der NZZ Beiträge zu Anlagestrategien, die voraussetzen, dass Aktienmärkte nicht einem Zufallspfad (Random Walk) folgen und deshalb durch kluge Aktienselektion oder Timing geschlagen werden können. Erst jüngst (NZZ 29. 4. 14) argumentierte Erwin Heri in einem breit angelegten Aufsatz, dass Aktienindizes langfristig «unter grossen Schwankungen steigen, wobei sie stets zu einem Mittelwert zurückkehren», und «sich jeweils entstehende Abweichungen vom langfristigen Trend über die Zeit korrigieren» würden. Nach eingehender Diskussion folgert er: «Offensichtlich existiert ein langfristig wirkender Mean-Reversion-Effekt, der vielleicht im Widerspruch steht zur reinen Theorie der Markteffizienz.»

Schein-Mean-Reversion

Falls das zutreffen würde, hätte das schwerwiegende Konsequenzen für Anleger und Anlageberater: Wenn der Markt so ineffizient wäre, lohnten sich Strategien basierend auf Timing und gezielter Aktienselektion. Was also ist die Evidenz, die Erwin Heri bietet? Er führt zwei Belegstücke an: Am Schweizer Aktienmarkt entwickelten sich die Aktienkurse seit 1925 bis heute um einen klaren, langfristig positiven Trend. Zweitens steigt gemäss wissenschaftlichen Analysen die optimale Aktienquote eines Portfolios mit steigendem Anlagehorizont.

Beide Beobachtungen sind absolut richtig, nur widersprechen sie nicht im Geringsten der Random-Walk-These. Heri zeigt eine Kursgrafik, welche den Eindruck vermittelt, der Schweizer Aktienindex schwanke langfristig um einen Trend. Allerdings wurde bei der Beobachtung die Kausalität vertauscht. Es ist gerade das Wesen einer ex post bestimmten Regressionslinie, sich immer den Daten anzupassen, indem einige

Beobachtungen über und einige unter der Trendlinie zu liegen kommen. Nicht die Kurse passen sich dem Trend an, sondern der Trend den Kursen, weshalb das kein Beleg für die Existenz von Mean Reversion ist.

Beim Random Walk sind die Veränderungen in den verschiedenen Perioden statistisch voneinander unabhängig, wobei sich Erwartungswerte und Varianzen ändern können. Zum Beispiel lässt die Random-Walk-Hypothese auch für einen in einer Periode sehr stark gestiegenen Index keine Prognosen für die Folgeperiode zu. Heri bringt keinerlei Evidenz für das Vorliegen von statistischen Abhängigkeiten und Mean Reversion, welche Prognosen ermöglichen. Die Erkenntnis, dass nach sporadisch auftretenden Kurssprüngen von unbekannter Magnitude in unbestimmter Zeit eine Normalisierung zu einem ex ante nicht bekannten Trend stattfindet, dürfte für die meisten Anleger wenig hilfreich sein.

Auch die zweite Beobachtung von Heri, dass der optimale Aktienanteil eines Portfolios mit der Haltedauer steigen soll, ist konsistent mit dem Random Walk. Über die letzten Jahrzehnte wiesen Aktien pro Jahr sowohl höhere Renditen als auch höhere Risiken als Anleihen auf. Wenn man Aktien nur kurz hält, ist es statistisch nicht unwahrscheinlich, schlechter zu fahren als mit Obligationen. Je länger man aber Aktien hält, desto grösser wird die Wahrscheinlichkeit, dass ihre Gesamterträge höher als diejenige von Obligationen ist. Das ist schlicht eine Folge des Gesetzes der grossen Zahl. Entsprechend steigt auch bei Vorliegen eines Random Walk der optimale Aktienanteil mit der anvisierten Haltedauer.

Eine umfassende ökonomische Literatur zu den unterschiedlichsten Märkten und Zeithorizonten sowie die Analyse von spezifischen Ereignissen wie dem Januar-Effekt vermochten bisher keinen Konsens bezüglich der Zweifel an der Random-Walk-Hypothese und der Existenz von Mean Reversion herbeizuführen. Auch die von Heri präsentierten Belege vermögen die Bedeutung der Mean Reversion nicht zu stärken. Was aber kann man nun all den Anlegern und ihren Beratern empfehlen?

Gemäss der Theorie effizienter Märkte ist der Markt nicht zu schlagen,

denn auf Finanzmärkten versuchen unzählige Akteure, die künftigen Kurse vorzusagen und durch geschicktes Kaufen und Verkaufen Gewinne zu erzielen. Die heutigen Kurse spiegeln all diese Aktivitäten und damit alle heute verfügbaren Informationen und Erwartungen. Die Kurse bewegen sich nur, wenn neue Informationen verfügbar werden oder die Anleger sie neu interpretieren. «Neu» heisst dabei immer auch «nicht prognostizierbar». Folglich ist auch die Kursentwicklung nicht prognostizierbar und muss zufällig sein, halt eben ein Random Walk. Dummerweise gilt das auch in realen, nicht völlig effizienten Märkten. Auch die für sie typischen Phänomene wie Moden, Paniken oder Herdenverhalten sind kaum vorhersagbar.

Viele Anleger und Berater glauben trotzdem, sie könnten systematisch den Markt schlagen. Sie sollten aber zweierlei bedenken: Zum einen schlagen – bei Vernachlässigung der Transaktionskosten – selbst bei rein zufälliger Marktentwicklung die Hälfte der aktiven Anleger den Markt. Ein Viertel der Anleger schlägt den Markt zwei Jahre hintereinander, ein Achtel drei Jahre, und knapp jeder tausendste Anleger sogar 10 Jahre hintereinander. Solche Glückspilze erliegen oft einer Kontrollillusion. Sie meinen, sie hätten ein System entdeckt, mit dem sie den Markt schlagen können. Dabei bedeuten ihre zufälligen Erfolge überhaupt nichts für die Zukunft. Die ebenso vielen Pechvögel hingegen, die mehrere Jahre hinter dem Markt zurückbleiben, vertrauen ihr Vermögen oft Beratern an, die dann mit 50% Wahrscheinlichkeit den Index schlagen. Solche Anleger entwickeln leicht eine Beratergläubigkeit.

Vielleicht gibt es tatsächlich Menschen, die Marktentwicklungen richtig prognostizieren können. Aber ganz sicher sind sie sehr selten. Deshalb ist es viel wahrscheinlicher, einer Kontrollillusion zu unterliegen als selbst ein solches Marktgenie zu sein. Genauso ist es auch wahrscheinlicher, dass ein Anlageberater kein Superprognostiker, sondern ein ganz normaler Mensch oder ein Scharlatan ist. Das ist so ähnlich wie mit der Wiedergeburt. Selbst wenn ab und zu einmal Menschen wiedergeboren werden sollten, gibt es sehr viel mehr Leute, die nur meinen oder sagen, sie

seien wiedergeboren worden. Beratern, die Marktentwicklungen vorhersagen, sollte man deshalb etwa so stark vertrauen wie angeblich Wiedergeborenen.

Lust und Fehlgläubigkeit

Was also tun? Ganz einfach. Man muss die Theorie der Markteffizienz und des Random Walk konsequent zu Ende denken. Man kann den Markt nicht schlagen – aber man kann auch nicht schlechter als der Markt sein, abgesehen von den Transaktionskosten. Unsere Anlagestrategie ist deshalb das «lustvolle Investieren»: Machen Sie an der Börse, was Ihnen Spass macht, es kostet nichts.

Aktien von gut geführten, hochprofitablen Firmen oder aus Erfolgsländern bieten keine besseren risikobereinigten Renditen als Aktien von schlecht geführten Firmen oder aus Krisenländern. Denn all die positiven und negativen Erwartungen stecken schon in den heutigen Aktienpreisen. Deshalb muss man nicht überlegen, welches besonders gute oder schlechte Firmen, Branchen und Länder sind, sondern, wo man gerne investiert. Dabei gelten vier Regeln: Erstens, einmal gekaufte Papiere lange halten, um Transaktionskosten zu minimieren. Also gut überlegen, auf welche Anlagen Sie langfristig Lust haben. Zweitens, möglichst persönliche Gelüste ausleben. Wenn viele Anleger die gleichen Gelüste ausleben, treibt das die Kurse der betreffenden Papiere nach oben und damit die Renditen nach unten. Drittens, Risiken gut diversifizieren. Bei allzu lustvollem Anlegen drohen Klumpenrisiken. Viertens, nur in liquide, börsengehandelte Papiere investieren. Abseits der Börse drohen Gebührenfallen und Scharlatane.

Glauben Sie trotzdem noch, Sie könnten den Markt schlagen – vielleicht sogar dank so etwas wie Chartanalyse? Macht nichts. Ob Chartanalyse, Voodoo oder Swiss Banking: Solange Sie sich an die obigen Regeln halten, sind die erwarteten Renditen gleich. Also Hauptsache, Sie haben Spass dabei.

Prof. **Reiner Eichenberger** ist Ordinarius für Theorie der Wirtschafts- und Finanzpolitik an der Universität Freiburg sowie Forschungsdirektor des Crema. Dr. **Marco Portmann** ist Oberassistent am Departement für Volkswirtschaftslehre in Freiburg.

«Wenn die Welt doch nur so einfach wäre . . .»

Auf die Bedürfnisse institutioneller Anleger Rücksicht nehmen. Von Erwin W. Heri

In der Duplik auf die Kritik von Eichenberger und Portmann erläutert Heri nochmals seine Thesen und unterstreicht die Bedeutung der Regulierung für viele institutionelle Anleger.

Es muss Ausdruck eines schon fast zynischen Missverständnisses sein, wenn einer der Protagonisten der Effizienzmarkt-Hypothese in unserem Land verdächtigt wird, nun plötzlich irgendwelche Ineffizienzen gefunden zu haben. Organisierte Finanzmärkte sind (informations)effizient, und für Herrn

und Frau Jedermann lohnt es sich im Zweifelsfall nicht, nach irgendetwas anderem Ausschau zu halten. Punkt. Die Autoren des obigen Textes und ich scheinen uns da völlig einig zu sein. Es steht mehr oder weniger so in beiden Texten.

Das war aber mitnichten das Thema des jüngst in der NZZ erschienenen Textes. Das Thema war hingegen, dass die kurze Frist mit ihren chaotisch anmutenden Strukturen und dem informations- und gerichtegetriebenen «Lärm» andere Rendite- und Performance-Treiber hat als die lange Frist (bei welcher wir uns im Mehr-Jahre-, um nicht zu sagen: Jahrzehnte-Bereich be-

finden). Das Thema war ferner, dass Regulierer nicht im kurzfristigen Wirrwarr verloren gehen sollten, sondern sich die Prozesse der langen Frist – z. B. Mean Reversion – ansehen und in diesem Licht über sinnvolle Regulierungen nachdenken sollten.

Es ist nicht neu, dass die Anlageseite institutioneller Anleger (z. B. von Pensionskassen) der Verpflichtungsseite Rechnung tragen sollte. Wenn die Passivstrukturen von langfristigen Überlegungen getrieben sind, dann sollte dies auf der Aktivseite nachvollzogen werden können. Ferner sollten die entsprechenden Anlagerestriktionen dann nicht vor allem von kurzfristigen Überlegungen (jährlichen Volatilitäten, kurzfristigen Deckungsgraden, Rechnungslegungsprinzipien für die Quartalsabschlüsse usw.) dominiert sein. Genau dies würde die Existenz langfristiger Mean Reversion nahelegen, auch wenn wir noch nicht en détail verstehen, wie der Übergang von der kurzen zur langen Frist funktioniert.

Rein mit «Spass-orientiertem Geldanlegen» – wie die Herren Eichenberger und Portmann meinen – wird man einen solchen Gesinnungswandel aber kaum herbeiführen. Sonst würde ich einmal ein Meeting der Anlagekommis-

sion einer Pensionskasse empfehlen, wenn die Aktienmärkte einmal wieder 20% korrigiert haben, die Medien und die entsprechenden Gurus wieder einmal den finalen Untergang heraufbeschwören, der Deckungsgrad wie Schnee in der Sonne schmilzt, aber gleichzeitig wegen der langfristigen Anlagestrategie und wegen des Rebalancing die Aktienquoten erhöht werden müssten. Ich weiss nicht genau, wie die Damen und Herren Stiftungsräte, paritätisch zusammengesetzt aus Arbeitnehmern und Arbeitgebern, dann auf das Spass-Argument reagieren.

Im Übrigen würde ich darum bitten, legitime Vereinfachungen wie die Verwendung einfacher Trendlinien zur Illustration der Argumente nicht argumentativ einfach umzudrehen. Vor allem dann nicht, wenn die Vereinfachung im Text deutlich gemacht und mithilfe einer Fussnote die Verwendung erläutert wird. Es lohnt sich, auch bei Zeitungsartikeln die Fussnoten zu lesen.

Erwin Heri ist Professor für Finanztheorie an der Universität Basel, er war früher Finanzchef der Winterthur-Versicherungsgruppe und u. a. während vieler Jahre Vorsitzender der Anlagekommission der Bundespensionskasse (Publica). Er berät auch heute noch verschiedene Pensionskassen in Anlagefragen.

EU hat weniger Defizitsünder

Brüsseler Empfehlungen

Die EU-Kommission empfiehlt die Einstellung der Verfahren gegen sechs «Defizitsünder», die Abhilfe geschaffen haben. Frankreich folgt «nur teilweise» dem Stabilitätspakt.

René Höltschi, Brüssel

Mit der Überwindung der akuten Phase der Krise im Euro-Raum haben auch die jährlichen finanz- und wirtschaftspolitischen Empfehlungen der EU-Kommission an die Mitgliedstaaten etwas an Dramatik verloren. In der jüngsten, am Montag veröffentlichten Ausgabe haben auf den ersten Blick sogar die positiven Nachrichten überwogen. Sechs Mitgliedstaaten (Belgien, Dänemark, Österreich, die Niederlande, die Slowakei und Tschechien) haben das Staatsdefizit 2013 wieder unter die Limite von 3% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gesenkt, und der Fehlbetrag dürfte auch 2014/15 unter dieser Marke bleiben. Die Niederlande haben das Ziel sogar ein Jahr früher erreicht als von der EU verlangt. Deshalb beantragt die EU-Kommission dem Rat der Finanzminister (Ecofin), an seiner Junisitzung die gegen diese sechs Staaten laufenden Defizitverfahren einzustellen.

Italien unter Beobachtung

Folgen die Finanzminister dieser Empfehlung, wird die Zahl der «Defizitsünder» in der EU auf 11 sinken, nachdem sie im Frühjahr 2011 noch 24 betragen hatte. Finnland wiederum wird zwar den Referenzwert für die Staatsverschuldung von 60% des BIP im laufenden Jahr gewissermassen «geplant» überschreiten. Doch weil dies auf Beiträge an die Euro-Hilfsprogramme zurückzuführen ist, hat es keine «disziplinarischen» Folgen.

Auch bei der über den engen Bereich der Staatsfinanzen hinausgehenden Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte hält die Kommission derzeit keine neuen Schritte für nötig. Besonders im Fokus gestanden sind hier Italien, Slowenien und Kroatien, bei denen die EU-Kommission im März aus unterschiedlichen Gründen ein «exzessives» makroökonomisches Ungleichgewicht festgestellt hatte. Doch alle drei Staaten hätten der Kommission nationale Reformprogramme vorgelegt, die die Herausforderungen adäquat angehen würden, sagte der EU-Wirtschaftskommissar Olli Rehn vor den Medien. Deshalb sehe man davon ab, die Einleitung von Verfahren vorzuschlagen. Hingegen werde die Kommission die Umsetzung der versprochenen Reformen genau verfolgen. In Italien geht es vor allem um den Abbau der Staatsverschuldung von über 130% des BIP und die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit.

«Zu kompliziert»

Ein zweiter Blick in die Details der einzelnen länderspezifischen Empfehlungen zeigt allerdings, dass viele Staaten noch viel zu tun haben. So heisst es zu Frankreich, dessen Haushaltsstrategie entspreche «lediglich teilweise» den Anforderungen des EU-Stabilitätspakts. Ihre Detailgenauigkeit reiche nicht aus, um die Einhaltung der 3%-Defizitlimite 2015 glaubwürdig zu gewährleisten. Frankreich wird deshalb aufgerufen, die Massnahmen weiter zu konkretisieren, um das Erreichen des Defizitziels sicherzustellen.

Die Empfehlungen an die EU-Staaten sind Teil der im Gefolge der Schuldenkrise stark ausgebauten finanz- und wirtschaftspolitischen Überwachung (Europäisches Semester). Rehn räumte ein, dass diese unter dem Eindruck der Krise ziemlich kompliziert ausgefallen sei. In der neuen Legislaturperiode solle man sich deshalb um eine Straffung und Vereinfachung bemühen. Zypern und Griechenland sind derzeit von dieser Übung ausgenommen, weil sie im Rahmen ihrer Hilfsprogramme ohnehin genauer überwacht werden.

ANZEIGE

**Ist Gold eine sichere Investition?
...Waldis Tresore sind es sicher!**

Mit 20 Jahre Garantie gegen Aufbruch!

www.tresore.ch
WALDIS

Die halten! Garantiert!

WALDIS Tresore AG | 8153 Rümlang | Tel. 043 / 211 12 00 | info@tresore.ch